P6 2/408

Ф6 2/408

БИБЛИОТЕКА ФИНАНСОВЫХ ЗНАНИЙ

В. Н. ТВЕРДОХЛЕБОВ

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ КРЕДИТ

ЛЕНИНГРАД
1~9~2~8

Б 3

649

408

БИБЛИОТЕКА ФИНАНСОВЫХ ЗНАНИЙ

В. Н. ТВЕРДОХЛЕБОВ

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ КРЕДИТ

329/3

ЛЕНИНГРАД — 1928
ФИНАНСОВОЕ ИЗДАТЕЛЬСТВО НКФ СССР
ЛЕНИНГРАДСКОЕ ОБЛАСТНОЕ ОТДЕЛЕНИЕ

V. Tverdokhleboff

LE CRÉDIT PUBLIC

(Thèorie et technique)

2-me édition 1928.

«БИБЛИОТЕКА ФИНАНСОВЫХ ЗНАНИЙ»
ВЫХОДИТ ПОД ОБЩЕЙ РЕДАКЦИЕЙ
ПРОФ. А. И. БУКОВЕЦКОГО

ГОСУД. РОСС. ПУБЛИЧН. МУЗЕЙ
3572
27-II 1928
ВИ БИБЛИОТЕКА

Ленинградский Гублит № 44670. Тираж 3000 экз. Об'ем 5¼ печ. л.

Тип. Финотдела Ленинградского Облисполкома кан. пис. Грибоедова, 30-32.
Зак. № 3409. 11-27.

ПРЕДИСЛОВИЕ АВТОРА

Предлагаемая книга представляет измененное и обновленное издание работы автора „Государственный кредит“ 1924-го года.

Автор старался по возможности учесть происшедшие за истекшие три года крупные перемены в области госкредита на Западе. Описание государственного кредита в СССР выделено в особую главу и значительно расширено, так как с 1923 г. кредит стал крупным элементом государственного хозяйства и одним из важнейших факторов народного хозяйства СССР. Недостаток места не позволил останавливаться на деталях.

В. Т.

ГЛАВА I

ПОНЯТИЕ, УСЛОВИЯ И ЗНАЧЕНИЕ КРЕДИТА

§ 1. Понятие кредита.

Государственным кредитом называется совокупность кредитных отношений, в которых должником является государство. Государственный кредит есть вид публичного кредита, к которому относятся, наряду с государственным, также кредитные отношения других публично-правовых союзов (земств, городов, провинций), построенные, в общем, по одному типу с государственным. Поскольку публичное или финансовое хозяйство отличается от частного, постольку и публичный кредит представляет юридические и экономические особенности, отличающие его от частного кредита; правда, встречаются формы государственного кредита, во многом напоминающие частный, напр., займы с залогом имущества, поручительством; но они являются ныне исключением из общего правила, историческим пережитком прошлых времен или же признаком чрезвычайной слабости и неустойчивости государственного кредита.

Основные отличия государственного кредита от частного следующие [1]):

1) Государство (суверенное) не может быть юридически принуждено к уплате долгов; его обязательства имеют „моральный", а не правовой характер, во всяком случае по отношению к собственным подданным-кредиторам; в отношении иностранных кредиторов вопрос спорен; однако, фактически принуждение государства-должника к испол-

[1]) См. Leroy-Beaulieu. Traité de la science des finances 8 ed. T. II, p. 209—14 и И. Кауфман. Кредит, банки и денежное обращение.

нению его обязательств применялось до сих пор лишь к политически слабым государствам и не может считаться общепризнанной нормой международного права.

2) Государство признается союзом вечным, откуда следует возможность бессрочных рентных долгов и сохранение государственных обязательств при перемене правительств.

3) Государственная необходимость заставляет часто правительства не считаться с доходной сметой при составлении бюджетов и не сообразовать расходов с имеющимися доходами, в силу чего значительно увеличивается роль кредита в государственном хозяйстве сравнительно с частным.

4) Государственный кредит редко имеет специальное обеспечение; правда, и в частном кредите специальное обеспечение не является основным его моментом, так как кредит основывается, по верному замечанию И. И. Кауфмана, на производительности экономических факторов, которым он оказывается; предпринимательский капитал в его целом или же в определенно указанной части (вещный кредит) является лишь добавочным обеспечением; тем не менее, несомненно, что это добавочное обеспечение играет в частном кредите существенную роль, тогда как в государственном его значение исчезло по мере укрепления государства и его хозяйства.

5) С экономической точки зрения наиболее важной особенностью государственного кредита является его производный характер: кредит государства имеет своим основанием связь с производительными силами народного хозяйства, в силу которой правительство получает известную долю плодов этих сил. В капиталистических странах публичные союзы большей частью не создают сами средств для своего хозяйства, являясь по преимуществу союзами потребительскими, а не производительными, получая свои доходы главным образом со стороны, из частных хозяйств; даже при системе государственного капитализма, поскольку государственные предприятия выделяются из государственного бюджета на хозрасчет, между ними и государственным бюджетом создаются кредитные отношения, подобные отношениям между частными хозяйствами и госу-

дарством. „Кредит не есть самостоятельная сила финансового хозяйства, а только прием, ведущий к наиболее быстрому собиранию, мобилизации дохода; конечным должником собственно является плательщик налогов; государственный кредит, говорит Вреден, заключается в том, что доверитель-капиталист ссужает заемщика податного при посредстве общественной сферы, как вечного учреждения“ [1]). Заем государства—это реализованная сумма будущих платежей налогов. Однако, между налогом и займом есть существенное различие: нормальный источник и предел подати—чистый хозяйственный доход всех податных суб'ектов, тогда как источником займов служат ссудные капиталы отдельных лиц, ищущие доходного помещения.

§ 2. Условия применения кредита.

В этом вопросе трудно разграничить проблему должного от проблемы сущего. В финансовой литературе большей частью вопрос ставится так: когда и при каких условиях государство должно прибегать к кредиту для покрытия расходов? Такая постановка вопроса с точки зрения технической целесообразности имеет свое оправдание. Она определяет нормальные условия применения кредита, причем исходной посылкой служит равновесие финансового хозяйства: спрашивается, при каких условиях можно пользоваться кредитом, не нарушая равновесия будущих бюджетов? Условия эти следует искать, главным образом, в назначении расхода. Однако, государству приходится считаться с многочисленными случаями, когда, независимо от назначения расхода, к кредиту приходится прибегать или в силу величины его, превышающей нормальные возможности ежегодного бюджета, или же в силу неожиданности расхода. Остановимся прежде всего на назначении его.

Вслед за Вагнером [2]) можно различать следующие случаи применения кредита по назначению расхода: 1) рас-

[1]) Э. Вреден. Финансовый кредит, 1871, стр. 193.

[2]) A. Wagner. Die Ordnung der Finanzwirtschaft und der öffentliche Kredit. Schönberg's Handb. P. Oek. 1897, B. III, S. 780—86.

ходы с производительным в частно-хозяйственном смысле назначением; 2) затраты производительные в народно-хозяйственном смысле и 3) чрезвычайные расходы в моменты бедствий.

В первом случае (при постройке доходных железных дорог, горных предприятий и проч.) обычно предполагается увеличение государственных доходов, которое должно покрыть платежи по займам. Здесь кредит вполне оправдывается рентабельностью предприятий и не грозит нарушением равновесия будущих бюджетов. Поэтому, к займу можно и должно прибегать независимо от величины и момента расхода. Но в государственных предприятиях нередко тесно переплетаются частно-хозяйственные, народно-хозяйственные и политические цели, и потому далеко не всегда соблюдается принцип рентабельности. Особенно это можно сказать о современных условиях Советской России, где государство в интересах развития тех или иных отраслей народного хозяйства часто не считается с моментом рентабельности. В этих случаях к „частно-хозяйственным затратам“ приложим тот критерий государственно-хозяйственной полезности, с точки зрения которой обсуждается применение кредита при расходах второй категории.

Государственно-хозяйственные затраты — на улучшение благосостояния, образования, земледелия, на судебные реформы и т. п.—могут быть чрезвычайно полезны, поднимать культурный и экономический уровень населения, а следовательно и его платежеспособность, но непосредственно доходов государства они не увеличивают. Поэтому, к ним не применима оценка с точки зрения финансового равновесия; если бы экономические последствия указанных расходов не были бесконечно сложны, можно было бы приблизительно подсчитать, так сказать, их национально-экономический баланс и сравнить со стоимостью кредита. Но даже затраты на улучшение дорог или сельского хозяйства—на орошение, осушку болот, мелиорацию—трудно поддаются учету; что же касается расходов на культурные цели, то их ценность не подлежит измерению, что лишает ее экономического характера; к ним не применим об'ективный числовой критерий оценки; здесь—область суб'ективных оценок, лежащих вне пределов экономической

и финансовой науки. Указанные мероприятия народно-хозяйственного значения могут осуществляться с помощью кредита, но только в том случае, если размеры расходов так велики, что покрытие их путем повышения налогов отрицательно отразилось бы на экономическом благосостоянии страны, и если благодаря им ожидается усиление платежеспособности населения в будущем. Таким образом, здесь на первый план выступает момент величины расхода.

Третья категория расходов, вызываемых различными стихийными бедствиями или войнами—расходов непроизводительных в частно-хозяйственном смысле, увеличивает пассив финансового, а большей частью и народного хозяйства. Хотя, как мы увидим ниже, некоторые писатели пытаются доказать их производительность в государственно-хозяйственном смысле, но эта точка зрения встречает ныне мало защитников. С точки зрения финансового баланса непроизводительное назначение означенных расходов побуждало бы покрывать их по возможности налогами. Однако, величина их (особенно расходов военных) заставляет, вопреки всем указанным соображениям, обращаться к займам; займы здесь часто неизбежны, хотя бы были нежелательны с точки зрения бюджетного равновесия и интересов будущих поколений.

Итак, относительная величина расхода, его ненормальность, служат самостоятельным основанием для обращения к кредиту: при всякой податной системе и даже независимо от социальной структуры общества и государственного строя есть известный предел для повышения налогов, за которым неизбежен заем. Этот предел наступает тогда, когда налоги задерживают развитие производства или же сокращают потребление, когда издержки взимания их поднимаются до уровня, резко понижающего чистый итог поступлений, когда чувствуется „налоговое переутомление". Тогда приходится прибегать к кредиту, если не хотят обращаться к худшим методам покрытия чрезвычайных расходов (бумажной эмиссии и пр.).

Наконец, третьей причиной, которая заставляет обращаться к кредиту, является неожиданность расхода: при внезапных бедствиях или в самом начале войны нельзя

добыть значительных сумм с помощью повышения налогов. Тут особенное значение приобретает быстрота мобилизации средств, возможная только благодаря кредиту.

Резюмируя сказанное, можно выставить следующие положения:

а) при производительных в частно-хозяйственном смысле затратах желательны займы, а не налоги, б) полезные культурные и экономические мероприятия могут осуществляться с помощью кредита, если размеры расходов очень велики, в) при расходах непроизводительных, вызываемых войнами или другими бедствиями, приходится прибегать к кредиту, если размеры расходов очень велики или если эти расходы неожиданны.

Неожиданные расходы.—Запасы или кредит? Наиболее ярким случаем неожиданных расходов является об'явление войны и мобилизация. Известно, какое громадное значение для военных успехов имеет быстрота мобилизации. Поэтому, быстрая мобилизация средств является существенным моментом финансовой боевой готовности (Боголепов). В прежнее время для этой цели государство накопляло особые „военные“ фонды: такие фонды мы встречаем и у персидских царей, и у боровшихся с ними греческих республик; Рим предназначал для этой задачи поступления налога с вольноотпущенников, хранившиеся в храме Сатурна; то же практиковалось в средние и новые века, особенно в Пруссии XVII и XVIII веков с ее бережливыми курфюрстами и королями. Но спрашивается: нужно ли теперь, при современном развитии кредита, прибегать к военным фондам? Ряд авторитетных представителей финансовой науки, как Адольф Вагнер, Леруа-Болье и другие [1]), считают эти фонды необходимыми и теперь на покрытие расходов в течение первых дней мобилизации: „выигрыш одного-двух дней часто имеет решающее значение, и глупо жалеть для такой цели, писал Лансбург [2]), каких-нибудь 5 м. мар. процентов на военный фонд“; тем более, что и потери можно избежать, держа часть фондов в легко реализуемых ценных

[1]) См. Leroy-Beaulieu II, l. 11, ch. 2, p. 219, Sydow, у нас—проф. М. Боголепов (Госуд. долг, стр. 228—9), выдвигающий в пользу военных фондов тот мотив, что они облегчают заключение займов (? В. Т).

[2]) A. Lansburg. Kriegskostendeckung. Die Bank. August 1911.

бумагах какого-либо нейтрального государства. Германия, следуя старой традиции и указанным взглядам, хранила военный фонд в размере 360 милл. марок, из которых 120 милл. были выделены из французской контрибуции в 1871 г., а остальные были добыты путем выпуска билетов казначейства. Нужно однако заметить, что в минувшей войне запасный фонд совершенно потонул в расходах Германии даже в течение мобилизации, а другие страны отлично обошлись без него. Главным орудием финансовой мобилизации оказались позаимствования у эмиссионных банков; дилемма — „запасы или кредит" — практически исчезла. В России роль запасного фонда сыграла свободная наличность казначейства, достигавшая в 1904 г. 400 милл., а в 1914—500 милл. рублей. В японскую войну она, правда, оказалась значительным подспорьем при мобилизации, но уже в 1914 г. роль ее была менее заметна, и без нее можно было бы обойтись. Вообще, при современной денежно-кредитной системе финансовая боевая готовность и возможность неожиданной быстрой мобилизации средств достигается не запасными фондами или бюджетными остатками, а надлежащей организацией эмиссионных банков и здоровым состоянием денежного обращения и кредита перед войной.

§ 3. Война и финансы.

Наиболее частым поводом непроизводительных расходов, превышающих нормальные источники бюджета, являются войны, требующие колоссального финансового напряжения. Достаточно сказать, что минувшая война обошлась в 1.100 миллиардов франков, превысив в десятки раз все самые фантастические расчеты экономистов накануне ее и приблизительно в 100 раз — расходы во время франко-прусской (10 миллиард. франков) и русско-японской войны (11 миллиардов фр.). По окончании войн наступает длительная и тяжкая расплата за них. Если в отношении мобилизации шел спор о сравнительных преимуществах запасных фондов и кредита, то для дальнейшего ведения войны выбор возможен лишь между двумя нормальными источниками — налогами и займами.

Налоги или займы? Этот спор ведется давно. То или иное отношение к указанному вопросу в значительной мере

определялось общим отношением экономистов к государственному кредиту, на котором мы остановимся в дальнейшем. Пока мы ограничимся анализом доводов в пользу и против займов во время войны. Сторонники займов доказывают, что они дают возможность государству мобилизовать громадные суммы (которых нельзя получить путем налогов), а затем рассрочивать платежи на значительный период времени; займы впитывают свободные, ищущие помещения, капиталы и сбережения, тогда как военные налоги ложатся на всех граждан, подчас не имеющих свободных средств, ставя промышленников или сельских хозяев в затруднительное положение и заставляя их обращаться к кредиту на условиях гораздо менее выгодных, чем кредит государства. „Займы, говорил сто лет тому назад французский министр финансов Лафит, берут средства там, где они есть, а налоги там, где их нет". Кредит позволяет плательщикам налогов, по словам одного английского экономиста, подготовиться и приспособиться к возлагаемому на них бремени. Поэтому суб'ективное бремя войны, т. е. жертвы населения, может быть с помощью займов облегчено для наличного поколения (Седигман). Заем и именно добровольный заем, писал еще перед войной Лансбург, служит лучшим средством покрытия военных издержек.

Противники займов выдвигают против них экономические, политические и социальные возражения: займы отвлекают капиталы на многие годы от производительного потребления, повышая ссудный процент; они увеличивают непроизводительное потребление, создавая в стране иллюзию богатства, и способствуют росту цен, тогда как высокие налоги побуждают к сокращению потребления. Займы освобождают имущие классы от значительных жертв и закабаляют им остальное население платежами процентов, усиливая социальное неравенство и являясь выражением капиталистических интересов. Облегчая получение средств для ведения войн, они поощряют империалистические тенденции господствующих классов, тогда как высокое обложение заставляет парламенты осторожнее относиться к военным расходам. Наконец, займы перебрасывают бремя войн настоящего поколения на будущие, неповинные в них. Страна переплачивает при займах на росте цен, на обесценении денеж-

ных фондов, а казна переплачивает на процентах, премиях, комиссиях банкирам и проч. Военные затраты Англии на войну, по мнению ряда писателей (Аллена и Джибсона), были бы в полтора-два раза меньше, если бы правительство сразу обратилось к высоким налогам, а не оттягивало реформы на два года.

Разбираясь в этом споре, нужно прежде всего разграничить вопрос об источнике средств, затрачиваемых на войну; от вопроса о распределении платежей по заключенным для нее займам. Реальные блага, потребляемые и истребляемые во время войны, не могут быть взяты от будущих поколений, они изымаются из наличных средств страны, отвлекая промышленность от изготовления полезных предметов и орудий производства и создавая военную промышленность. Если же страна добывает недостающие блага из заграницы, то ухудшается ее торговый баланс; в обоих случаях цены на товары быстро растут. Борьба с вредными последствиями войны в этом отношении возможна лишь путем сокращения непроизводительного потребления. Вот тут то и выступает различие между займами и налогами: высокие налоги понуждают к бережливости, тогда как займы создают банковую инфляцию и вызывают у населения иллюзию, будто сумма богатства в стране, несмотря на войну, не уменьшилась. В начале минувшей войны потребление и расходы населения в ряде стран (Англия, Россия) не только не уменьшились, но отчасти даже возросли.

Каковы народно-хозяйственные источники, из которых покрываются военные издержки путем кредита? Доля народного дохода (прибылей предприятий), идущая обычно в мирное время на восстановление средств производства, оборудования и оборотного капитала, резко падает для всей массы невоенных промышленных предприятий, точно так же, как и доля прибавочной ценности капиталистов, обращаемая на расширение производства [1]). Эти капиталы, освобождающиеся из-за сокращения или нерасширения про-

[1]) В Англии в мирное время (1924) из 590 м. ф. ежегодных сбережений 194 м. составляют нераспределенные прибыли корпораций и единоличных предпринимателей, 135 м.—иностранные эмиссии, 89 м.—туземные, 35 м.—банков., 36 м.—постройка новых домов (Rep. Colw. Com.).

изводства, составляют основной контингент средств, обращаемых на нужды войны через посредство займов. Понятно, что капиталистам выгоднее отдавать эти освобождающиеся средства в форме займов, чем в форме налогов: они сохраняют капитал и получают проценты с него, если только обесценение бумажно-денежной валюты не приводит к фактической экспроприации держателей государственных займов.

Другим источником покрытия военных расходов являются сбережения прочего населения — рабочих, служащих, лиц свободных профессий, до последнего времени имевшие серьезное значение лишь во Франции, но в течение минувшей войны сыгравшие крупную роль и в других воевавших странах. Для этих категорий населения, которые вследствие своей меньшей платежеспособности не подлежат высокому обложению, предпочтительнее покрытие военных расходов путем налогов, чем путем займов. Проф. Кауфман давно уже развивал мысль, что государственный кредит получил широкое распространение, главным образом, благодаря неравномерному распределению налогов; если бы налоги были равномерно распределены, то капиталистам было бы, мол, безразлично, уплатить ли налог или подписаться на заем: всякий дал бы из своего имущества пропорциональную ему сумму. Это положение Кауфмана не учитывает одного момента: имущество отдельных граждан находится не в равной доле в свободном состоянии; у одного преобладает недвижимость, у другого—оборотный капитал предприятия, у третьего—сбережения в банке, и очевидно, что последним двум легче уделить государству пропорциональную часть своего имущества, чем первому. Трудность мобилизации недвижимости служила всегда главным камнем преткновения чрезвычайных поимущественных налогов. Но, принимая во внимание указанное ограничение, нельзя не согласиться с общей мыслью Кауфмана.

Против выдвигаемого в пользу займов довода о том, что военные налоги тормозят производительную деятельность, профессор Жэз возражает, что во время войны невоенное производство сокращается, независимо от налога, вследствие сокращения потребления; поэтому высокие военные налоги вряд ли играют в данном отношении какую-либо роль.

Итак, высокие налоги во время войны являются лучшим средством борьбы с ростом цен и стимулом к бережливости.

Перейдем к вопросу о распределении после войны платежей по заключенным займам и об интересах будущих поколений. Рикардо утверждал, что для будущих поколений совершенно безразлично, уменьшился ли в силу уплаты налогов переданный им предшествующим поколением капитал на 20 милл. фунтов, или увеличились ежегодные платежи процентов на 1 милл. фунт. точно так же, как для частного наследника наследство в 20 тысяч, подлежащее 5-ти процентному налогу, равноценно наследству в 19 тысяч, свободному от обложения [1]). Профессор Жез выдвигает против этого положения Рикардо ряд соображений [2]): состав населения благодаря миграции изменяется, причем потомки иммигрантов не склонны платить по займам потомкам кредиторов государства. Изменение в составе отдельных классов населения — обогащение одних семейств и обнищание других — ослабляет влияние уплоченных во время войны высоких налогов на будущие поколения. Наконец, изменяется общее количество населения и богатства страны, а также податная система государства. Указанные доводы Жэз'а вряд ли опровергают теорию Рикардо: изменение в составе отдельных классов и имущественном положении отдельных лиц ведет лишь к перемене владельцев облигаций государственных займов, и новые богачи так же выгадывают от займов, как и прежние кредиторы; отношение иммигрантов к остальному населению в большинстве стран незначительно, так что их можно игнорировать. Что касается изменений в общей сумме народного богатства, этот момент имеет только то значение, что платежи по займам становятся при росте богатства менее чувствительными; но в этом случае и налоги тоже ощущаются менее болезненно. Вообще, если отвлечься от влияния займов на размер военных затрат и от вопроса о распре-

[1]) Некоторые современные итальянские писатели, сторонники займов, пытаются доказать, что уменьшение народного капитала, наследуемого будущим поколением, было бы еще большим, чем ныне, в случае замены займов чрезвычайными налогами (Тангора).

[2]) G. Jèse. Cours de finances publiques. I, 2-me partie, ch. IV, p. 270—73.

делении доходов, то будущим поколениям несомненно безразлично, были ли эти затраты покрыты налогами или займами. Но в том и дело, что займы облегчают военные расходы, встречая меньше сопротивления, чем налоги, и потому содействуют увеличению их, во-вторых, они не способствуют сокращению потребления, которое могло бы отчасти парализовать вредное влияние войны; и, наконец, займы поддерживают и даже усиливают неравномерное распределение доходов, позволяя капиталистам отдавать прибавочную ценность в ссуду вместо (безвозвратного) высокого платежа налога. Вот с этой точки зрения — распределения расходов между отдельными классами — разбираемая нами дилемма важна и для потомства: платеж процентов по займам падает на те или иные общественные группы следующих за войной поколений в зависимости от характера податной системы после войны, а так как по миновании военной опасности обычно начинается понижение высоких подоходных или поимущественных налогов, то бремя платежей по займам падает на более широкие массы населения.

С другой стороны следует иметь в виду, что рост богатства понижает суб'ективную стоимость этих платежей и их отношение к народному доходу, а обесценение денег часто значительно уменьшает их реальную ценность. Не говоря уже о катастрофическом падении бумажных валют, приведшем к фактическому аннулированию государственных долгов в ряде государств и к экспроприации держателей облигаций, покупательная сила денег, даже металлических, часто падает после войны, как это мы видим ныне, в силу чего кредиторы теряют, а государство выгадывает. (Но бывает иногда и обратный процесс с противоположными последствиями). Суммируя сказанное, можно притти к выводу, что покрытие военных расходов займами в общем выгоднее для капиталистов и не выгодно для широких слоев населения и для народного хозяйства в целом. Будущим поколениям займы не выгодны, лишь поскольку они способствовали увеличению военных затрат и уменьшили унаследованный ими „чистый народный капитал".

Практически вопрос сводится к тому, должны ли займы или налоги преобладать в покрытии военных издержек; в современной войне совершенно немыслимо обойтись одними

налогами без займов. В действительности во всех странах главная доля военных расходов была покрыта займами. Даже в Англии приростом налоговых поступлений покрыто лишь 17% расходов на войну, причем эта доля возрастала с 1914 г. по 1918 г. с 7,3 до 26% и, несомненно, могла бы быть увеличена, если бы Англия с самого начала войны прибегла к повышению налоговых ставок. В Соединенных Штатах 23,3% военных расходов были покрыты военными налогами, а если вычесть из расходов ссуды союзникам, то податное покрытие достигает 32,5%. По сравнению с державами континентальной Европы, Англия и Соединенные Штаты показали, по мнению Жэз'а, в отношении размера и продолжительности возложенных на налогоплательщиков жертв, один из прекраснейших примеров финансовой истории. Другие государства не покрыли налогами даже обыкновенного бюджета, а военные расходы всецело покрывали за счет займов и бумажной эмиссии. Во Франции эта политика отчасти оправдывалась оккупацией части ее территории, в Италии и Австрии высотой довоенного обложения, а в Германии об'яснялась сознательным отказом от повышения налогов в расчете на скорое окончание войны и контрибуцию. Вообще, во всех странах можно было бы несколько увеличить долю военных расходов, покрытую налогами. Но каковы бы ни были теоретические принципы „наиболее рационального покрытия военных расходов", фактически подавляющая часть их покрывалась займами. Расхождение между выдвигаемыми теорией технически „рациональными правилами" и действительностью об'ясняется реальными интересами, связанными с ростом государственного кредита и способствующими его росту.

§ 4. Экономическая роль кредита и интересы отдельных классов населения.

Влияние государственного кредита на экономическую жизнь проявляется в том, что он: 1) облегчает добывание средств для государственных расходов; 2) в зависимости от характера последних, влияет на производство; 3) он служит помещением капиталов и 4) отражается на платежном балансе и денежном обращении страны.

Доставляя сравнительно легко средства для расходов, займы оказывают различное влияние, в зависимости от назначения последних. Если средства затрачиваются на постройку железных дорог, каналов, на мелиорационные работы, они создают мощные стимулы промышленного развития. Даже непроизводительные расходы на войну иногда служат толчком к развитию той или иной отрасли индустрии. Гораздо важнее роль государственного кредита, как способа помещения капиталов: государство конкурирует в качестве должника с частными лицами и предприятиями на туземном и иностранном денежном рынке. Займы, заключаемые внутри страны, усиливают в ней спрос на денежный капитал и повышают уровень рыночного процента. Вагнер, Геккель и другие немецкие писатели различают в этом отношении капиталы, вложенные в предприятия, отвлечение которых в займы вредно для народного хозяйства, и капиталы свободные, помещение которых в займы не представляет никакой опасности. На это нужно заметить, что вложенные в предприятие капиталы из'ять вообще невозможно или очень трудно, речь может итти лишь об оборотных капиталах, которые можно привлечь к займу путем высокого процента. Но между этими капиталами и свободными нет резкой разницы по существу: всякий обращаемый в займы капитал в данный момент свободен. Ссудные капиталы могут представлять собой продукт а) личных сбережений от потребления, или б) прибыли предприятий, не затрачиваемой на дальнейшее их расширение, в) результат сокращения производства или г) возвращенные ссуды. За исключением первой категории личных сбережений широких масс населения, все остальные имеют одну общую причину — временный или длящийся промышленный застой. Поэтому момент заключения займа гораздо важнее, чем проводимое Вагнером разграничение занятых и свободных капиталов: в момент застоя, кризиса капиталы теснятся в банках навстречу фондовым помещениям, и привлечение их в государственные займы не может особенно вредить промышленности, и, наоборот, в периоды промышленного оживления спрос на капиталы со стороны государства сокращает и без того недостаточное предложение свободных капиталов. И тут, впрочем, разница только в степени влия-

ния кредита: до займа—увеличения спроса на капитал, а по заключении займа—сокращения его предложения. Государственные займы имеют, по мнению Леруа-Болье, и положительную сторону: служа стимулом сбережений, они развивают привычку к ним населения, которое осваивается благодаря им с ценными бумагами вообще и приучается превращать крошечные сбережения, лежавшие на дне домашних ларей, в облигации займов. Таким образом, часть поступающих по займам сумм не отвлекается от промышленных помещений, а образуется из запасов, впервые поступающих на денежный рынок. Признавая правильными соображения Леруа-Болье, нужно однако заметить, что указанная демократизация кредита, имевшая место главным образом во Франции, высасывала значительную часть сбережений из провинции, лишая ее дешёвого кредита. На это вредное влияние государственных займов указывалось не раз во французской [1]) и русской литературе. Займы внешние, т. е. заключаемые у иностранных капиталистов, не отражаются непосредственно на предложении капиталов внутри страны и, следовательно, не задерживают промышленного развития; являясь одной из форм притока в страну иностранных капиталов, они в момент заключения займа улучшают платежный баланс государства (страны) или позволяют, не ухудшая баланса, увеличить ввоз орудий производства и других иностранных товаров. Однако, такое временное действие внешних займов имеет и свою отрицательную сторону: рост внешней задолженности ведет за собой длительное ухудшение платежного баланса, обременяя страну на многие десятилетия платежами процентов заграницу. Они создают экономическую, а подчас и политическую зависимость от страны-кредитора.

Государственные займы, увеличивая количество ценных бумаг, способствуют расширению банковых операций и могут стимулировать банковую инфляцию, а другая форма государственного кредита—учет обязательств казначейства в центральном эмиссионном банке—ведет очень часто к бумажно-денежной инфляции в силу прекращения размена. Итак, все стороны народно-хозяйственной жизни испыты-

[1]) См. нашумевшую книжку Lysis. Contre l'oligarchie financière en France (и ответ на нее Testis. Le rôle des établissements de crédit en France).

вают на себе влияние государственного кредита: он может изменять направление промышленной жизни, отвлекая капиталы от одних отраслей и направляя к другим; в частности, способствуя развитию государственных предприятий, он усиливает общее влияние кредита на обмен и денежное обращение, а также на денежный баланс.

Интересы общественных групп. Экономическое влияние кредита позволяет нам выяснить его социальную обстановку, т. е. совокупность сил, равнодействующая которых определяет характер его развития.

Прежде всего в нем заинтересовано правительство и стоящие у власти общественные группы (бюрократия и одна или несколько экономических групп): увеличение средств и расширение деятельности государства позволяют увеличивать число служащих и улучшать их материальное положение; кроме того, займы, заключаемые внутри страны, связывают интересы держателей облигаций с существующим правительственным режимом, создавая ему дополнительный оплот. На это надеялся между прочим Наполеон III, демократизируя французскую ренту и удесятерив число кредиторов государства. Не следует, однако, преувеличивать этого момента: падение того или иного режима вызывается обычно столь серьезными причинами недовольства, что заинтересованность в сохранении доходов от облигаций государственных займов отступает на задний план.

Внешние займы, создавая благоприятный денежный баланс и препятствуя отливу золота, временно улучшают курс валюты и спасают „финансовый престиж“.

Серьезным стимулом к развитию кредита для господствующих классов является то, что займы избавляют от необходимости резкого повышения налогов на имущество, проекты которых обычно возникают после больших войн. Далее, государственный кредит, служа помещением капиталов в периоды кризисов и застоя, является нормальным клапаном для избыточных оборотных средств и в этом отношении выгоден капиталистам и, в частности, представителям денежного капитала. Хотя процент по займам обычно ниже уровня прибыли, но зато прочность и устойчивость дохода вознаграждает капиталистов за разницу.

Займы служат излюбленным помещением сбережений мелкого люда; чем больше растут государственные долги, тем больше увеличивается класс рентьеров. Влияние этой общественной группы, если можно так ее назвать, становится особенно чувствительным именно в странах с наибольшей демократизацией кредита, как, например, во Франции. Интересы плательщиков налога нередко жертвуются интересам рентьеров (Леруа-Болье): государство часто под их влиянием отказывалось от возможной конверсии, государственная рента освобождается от налогов на капитал. Вообще среди факторов развития кредита рентьер играет все более крупную роль.

Со второй половины XIX века к ним присоединяются те группы промышленников, которые заинтересованы в больших казенных заказах, как-то: оружейные, кораблестроительные и другие предприятия, служащие поставщиками армии и флота, и вообще значительная часть тяжелой индустрии, живущая казенными заказами и сочувствующая военным расходам и займам. Впрочем, современное государство делает крупные затраты и на производительные цели (железные дороги), чем еще более расширяет круг заинтересованных в государственном кредите промышленных предприятий. Но наибольшую роль в кредитной политике современных государств играет банковский капитал, как туземный, так и иностранный, на влиянии которого мы остановимся в дальнейшем. Все перечисленные интересы влиятельных общественных групп способствовали тому, что кредит постепенно стал органическим элементом современного государственного хозяйства.

§ 5. Развитие государственного кредита.

Предпосылками государственного кредита являются развитое денежно-кредитное хозяйство, с одной стороны, и современные государственные формы — с другой. Публичный кредит в своей развитой форме предполагает четыре существенных условия: наличность значительных свободных капиталов, легкость передачи их в связи с развитым биржевым оборотом, доверие населения к власти, укрепляемое административным строем правового государства, и, на-

конец, готовность и способность страны нести налоги, необходимые для платежей по долгам.

Эти условия появились полностью в XIX веке, и потому только в этом столетии государственный кредит достиг небывалого развития.

Древность и средние века не знали государственного кредита в современном значении, хотя зародышевые его формы встречаются, повидимому, уже в государствах древнего Востока—Вавилоне, Персии, Египте. Карфаген иногда даже сам выступал в роли кредитора других государств, Афины и другие греческие республики заключали займы у казны Дельфийского храма, а Рим прибегал к займам у консорциумов капиталистов под залог таможенных и других доходов. Но в общем государства в древности предпочитали займам запасные фонды или чрезвычайные сборы.

В средние века преобладание натурального хозяйства и феодализм позволяли обходиться без кредита для чрезвычайных военных нужд. Запасные фонды и чрезвычайные сборы преобладали над долгами князей, которые считались их личными долгами и обеспечивались залогом земель, закладом драгоценностей, а иногда даже и личным залогом. В то время наиболее крупные денежные операции связывались с платежами католического мира папскому престолу: при несвоевременном поступлении церковных сборов прелаты делали займы для производства платежей курии. Папы и сами заключали займы и даже выпускали таковые по публичной подписке (при Иннокентии III). Другим фактором, способствовавшим развитию кредита, были крестовые походы; затем начались династические, духовные и национальные войны конца средневековья. Но наиболее современные формы публичного кредита появились в этот период впервые в независимых городах северной Италии и западной Европы, где натуральное хозяйство рано сменилось денежным, появился богатый класс купцов-капиталистов, и солидарная ответственность горожан служила серьезным обеспечением займов.

По мере превращения средневекового княжества в государство новой истории поручительство по займам все чаще принимали на себя сословные чины, обеспечивавшие долги

суверенов теми налогами, которые они соглашались разложить между собой. Таким образом, залог доменов дополняется в качестве обеспечения займов податным обеспечением, устанавливается различие между собственно-княжескими долгами и долгами на общие государственные нужды, и последняя категория начала играть доминирующую роль. Кредиторами по государственным долгам были евреи, развившие свои операции с XIII века, итальянские капиталисты (Kawerschen, ломбардцы), золотых дел мастера (главным образом в Англии), а затем непрофессиональные кредиторы — местные купцы (в Германии знаменитый торговый дом Фуггеров), монастыри и церкви, но особенно города северной Италии, Рейнской области и Ганзы. XVI век—эпоха расцвета торгового капитализма, развития банков и биржевой торговли, географических открытий и морских экспедиций, а с другой стороны роста национальных государств, ожесточенных войн, меркантилизма, постройки военных флотов и роскоши дворов. Все эти факторы вызвали повсюду быстрый рост расходов, дефициты и финансовые затруднения. Борьба на этой почве с генеральными штатами и сословными чинами привела к торжеству королевской власти, и в XVII—XVIII вв. абсолютная монархия не встречала уже с их стороны сопротивления, а войны и расточительность дворов усилили бюджетные дефициты и финансовые затруднения. Трудность заключения добровольных займов побуждала в еще большей мере, чем раньше, прибегать к принудительным займам и к ряду других еще более предосудительных приемов, как-то: продажа должностей, антиципация доходов за несколько лет вперед, эксплоатация евреев, преследования откупщиков, конфискации, порча монеты и пр. И тем не менее государственный кредит продолжал развиваться, а число кредиторов росло. Займы по публичной подписке стали в ряде стран обычной формой кредита, появились банкирские фирмы, развивавшие кредитные операции в международном масштабе, государства перешли от краткосрочных к долгосрочным и даже бессрочным долгам. В Англии укоренилась новая форма займов — у привилегированных акционерных компаний, которым государство предоставляло право выпуска банкнот на сумму займа.

Такова хартия, положившая основание Английскому банку. Наиболее хаотическое состояние государственного кредита было во Франции старого режима, и оно послужило одной из причин французской революции.

XIX век открылся тяжелой эпохой наполеоновских войн, резко увеличивших задолженность Англии и приведших в государствах средней Европы к бумажно-денежному обращению. Этот век не создал новых типов государственных займов, но он придал кредиту массовый характер: займы проникли в народную гущу; созданный французской революцией конституционный строй способствовал постепенной демократизации государственного кредита и распространению системы публичной подписки. Отдельные банкирские фирмы (Ротшильды) уступили с течением времени первенство акционерным депозитным банкам и консорциумам банков. Но самым существенным новым фактором явилось производительное назначение многих государственных займов в связи с постройкой железных дорог и других государственных предприятий. Этот вид государственного кредита получил особенное развитие в германских государствах.

С XX века новая волна войн, революций, а затем грандиозная четырехлетняя мировая война вызвали во всех почти воевавших государствах такой рост задолженности, пред которым стушевались все предшествующие займы. Бремя долговых платежей составляет ныне главную часть бюджета и основную причину податного напряжения. Взаимная задолженность государств Антанты, вместе с германскими репарациями, представляет один из больших неразрешенных вопросов современности.

Предшествующий исторический очерк позволяет отметить следующие основные черты развития государственного кредита: необычайный рост его, усиливающийся с каждым веком, денационализацию, демократизацию, публичный хахактер подписки и частично производительное назначение. Из случайного, непрочного финансового отношения, заключенного в тесные пределы одной страны и одного класса, государственный кредит превратился в международную экономическую связь, раскинул свои сети по всему миру, сделав скромного французского ремесленника или крестья-

нина кредитором России или Аргентины, Египта или Китая. Он создал миллионы держателей государственных бумаг и стал постоянным элементом бюджетов всех государств, которые могут теперь, по остроумному выражению Рохуссена, сказать: „debeo — ergo sum“.

§ 6. Отношение к государственному кредиту в финансовой литературе.

Отношение это обусловливалось как общим взглядом различных писателей на роль государства и государственного хозяйства, так и особенно назначением государственного кредита в ту или иную историческую эпоху: пока государство заключало займы исключительно или почти исключительно для непроизводительных целей, в экономической литературе преобладало отрицательное отношение к кредиту. Во Франции физиократы считали его вредным для государственного и народного хозяйства: Кене находил, что государственный кредит создаёт и умножает непроизводительный класс населения (classe stérile), живущий не трудом, а стрижкой купонов, что займы отклоняют денежные капиталы от сельского хозяйства, а проценты, получаемые по ним, идут на увеличение текучих и легко скрываемых богатств, не знающих отечества и перебрасываемых из одних стран в другие. Кредит, говорил Мирабо-отец, разоряет государство, а люди воображают, что министр финансов расстроил кредит. Голоса защитников кредита (Вольтера, Мелона, Пинто) тонули в хоре его противников. В Англии отношение экономистов было еще более отрицательным: Юм обвинял кредит в том, что он способствует умножению знаков обращения и повышению цен и что облигации займов попадают в руки бездельников, порождая тунеядство. „Государство должно уничтожить кредит, ибо в противном случае кредит уничтожит государство“. Об'яснение этих взглядов мы находим в расточительности ганноверской династии и непроизводительном назначении тогдашних займов Англии. Смит относился менее резко к государственному кредиту, но и он находил, что причины его заключаются в отсутствии бережливости в мирное время, вызывающем займы во время

войны. Он, между прочим, отметил, что кредит создает более легковесное отношение к войнам, так как „благодаря ему бремя войны менее чувствуется современниками, а чтение реляций о подвигах армии и флота доставляет удовольствие гражданам. Но война, говорил он, проходит, а вредные последствия остаются надолго“. Длительная война с Наполеоном и вызванный ею громадный рост задолженности Англии об'ясняют нам отчасти суровое порицание государственного кредита со стороны Рикардо, находившего, что самые тяжелые налоги лучше самых удачных займов, и рекомендовавшего погашение долгов с помощью высокого поимущественного налога. Единственный классик, выступавший на защиту займов, был Мальтус, отметивший ослабление бремени долгов благодаря росту национального богатства и противившийся чересчур быстрому погашению их. Аргументация Мальтуса отчасти отражает на себе интересы аграрного класса, менее страдавшего от роста государственной задолженности. Более об'ективное отношение к государственному кредиту сблизило Мальтуса с последующими поколениями английских экономистов (Дж. Стюарт Милль).

В Германии государственный кредит нашел с середины XIX века горячих апологетов. Вышедшая в 1856 г. небольшая книжка Дитцеля представляет сплошной панегирик государственному кредиту: он находил, что последний увеличивает производительность национального капитала, что передаваемые общественному хозяйству средства находят более выгодное применение, чем в частных хозяйствах, что государственные займы способствуют устойчивости политической жизни, поощряют сбережения и увеличивают производство. „Народ тем богаче, чем большую часть государственных расходов составляют платежи по займам“. Дальше в славословии кредита итти, кажется, некуда! Но и у других германских экономистов мы встречаем весьма сочувственное отношение к государственному кредиту: Лоренц Штейн находил, что государственный кредит является органической частью государственного хозяйства и основанием экономического прогресса и что „финансовая наука на своей высшей стадии развития должна противостать распространенному в Европе

убеждению, будто государственный долг является несчастием или ошибкой финансового управления". Адольф Вагнер, не впадая в крайности восхваления кредита, считал его полезным при производительных затратах, к каковым относил, между прочим, затраты, поднимающие культурный уровень или экономическое благосостояние населения, и даже удачные войны!

Указанная перемена отношения к государственному кредиту об'ясняется общей переменой в отношении государства к народному хозяйству: оно расширяет свои функции и вмешательство в экономическую жизнь; оно строит каналы, железные дороги, порты. Капитализм, сначала боровшийся с полицейским государством, приспособил к своим интересам государственную власть, и фритридерские теории уступили место органической школе. Особенно ярко эти тенденции проявились в Германии с ее казенными железными дорогами и особенно в Пруссии, где даже непроизводительные в других странах затраты оказывались „производительными", так как войны были удачны, увеличивая ее территорию и принося контрибуции.

В других странах, в том числе в России, отношение к кредиту в литературе было более трезвое и спокойное. В связи с минувшей войной повсюду, а особенно в Соед. Штатах и Англии, прекратившийся почти спор снова разгорелся, и посыпались нападки на государственный кредит и на военные займы. Но как ни резки эти нападки и как ни тягостно бремя государственных долгов, самые крайние противники их не решаются повторять выводы Юма, Кенè или даже Рикардо: кредит завоевал себе слишком прочное место в финансах всех стран.

Литература: А) К §§ 1, 2 и 6. Общая: A. Smith Wealth, в. V, ch III.—Курсы финанс. Leroy-Beaulieu. II, Heckel'я II, Lotz'a, Озерова (Основы, т. II) и др. D. Hume Polit. discourses (Essay on public credit) — D. Ricardo Works Essay on the funding system).—A. Hamilton Works (Report on public credit).—F. Nebenius Der öffentliche Kredit 1829. K. Dietzel System der Staatanleihen 1884.—L. v. Stein Lehrb. d. Fin. wiss. II,₃ (1886).—A. Wagner. Die Ordnung der Finanzwirtschaft und der öffentliche Kredit im Hdb. d. Pol. Ock. III.—H. Adams Public debts 1887. G. Jeze Cours de fin. publ. 6-me éd., 1922—1926 (самый новый и полный курс госуд. кредита). Соч: Вредена (1871), Исаева (86), Бунге и Залшупина о гос. кредите (устарели).—М. Боголепов. Госуд. долг 1910 (к теории Гос. кредита. — Тиноло-

гический очерк). I. Berckum Das Staatischuldenproblem im Lichte der klassischen Oekonomie 1911.—Zeitlin Der Staat als Schuldner 1906.

Б) К § 3-му. I. Riessor Finanzielle Kriegsbereitschaft und Kriegsführung 2 Aufl. 1913.—Eheberg. Kriegsfinanzen 1917.—Flora Le finanze della guerra. 1912.—L. Einaudi La finanze della guerra 1913.—M. Evesque Les finances de guerre au XX siecle. 1914. — Lachapelle Les fin. publ. après la guerre 1919—24. — H. Dietzel Kriegssteuer oder Kriegsanleihe? 1912. — Pigou The economies of war. Cont. Rev. 1915 Dec., 1916 April, Ec. Journ 1917.— O. Sprague Loans and taxes in war finance. Am econ. rev. 1917 (также, ст. в Ec. Journ 1917, march, Ann. am. acad. pol. sc. 1918). D. Durand Taxation vs. bond issues for financing of the war.—F. Anderson ст. в Journ. of pol., econ. 1917. Davenport в Am econ. rev. 1919. — C. Bogart War costs and their financing 1921.—W. Scott The adjustment of war expenditure, 1912. M. H. Pantaleoni Scritti varii (Imposta e debito) 1910.—B. Grizziotti La diversa pressione tributaria dei prestiti e della imposta Giorn. degli, economisti 1917. — В. Твердохлебов Нов. фин. пробл. гл. I. — A. Gibson British finance during and after the war 1921.—E. Seligman Essays in taxation (1921), ch. XXIII.

В) К § 5-му. I. Landmann. Zur Entwicklungsgeschichte der Formen und der Organization des öffentlichen Kredits 1912.—I. Berckum, o. c. § 2. Соч. по истории англ. долгов R. Hamilton'a (1803), Cunningham'a (1910), знаменитый Return on the national debt 1858 (№ 443), И. Кауфмана Гос. долг Англии, Acworth The financial reconstruction. 1926. Stiefelzieher Entw. d. engl. öff. Kreditz. Fin. Arch. 1927 I. — О франц. долгах, Алексеенко Гос. кредит 1872, Gorges, Vührer, de Bray, Marion (Hist. fin. de la France I-IV., L. Say и др.; о С. Шт.—Dewey, Adams, Италия — Tivaroni, Россия—Бржеский, Кауфман и Мигулин.

ГЛАВА II

ВИДЫ И ФОРМЫ ГОСУДАРСТВЕННОГО КРЕДИТА

§ 7. Основные категории государственного кредита.

Лучшая классификация государственного кредита была дана Вагнером, который различает деление по административно-правовому признаку—на „долги управления“ и „финансовые“—и по финансово-техническому признаку—на фундированные и текущие [1]).

Первое различие имеет значение главным образом для финансового права. Под долгами отдельных управлений (Verwaltungsschulden) подразумеваются обязательства отдельных ведомств, вытекающие из их административных функций, как-то: залоги казначеев или иных служащих, подрядчиков или поставщиков при казенных подрядах, судебные депозиты, почтовые переводы, вклады в сберегательные кассы и пр. Все эти долги, вытекая из общей компетенции каждого данного органа управления, не требуют особого полномочия. В отличие от них „финансовые“ долги делаются для покрытия дефицита кассового или бюджетного. Они предполагают в конституционных государствах законодательное полномочие для каждого отдельного случая или общие полномочия, данные финансовому ведомству в определенных законом границах.

Бо́льшее значение имеет для финансовой науки финансово-техническое деление долгов на фундированные

[1]) Wagner., o. c., S. 798—806. Л. Штейн, впервые точно разграничивший долги управления и те, которые Вагнер называет финансовыми, обозначил первые термином Finanz Kredit, а вторые—„собственно государственными“ (eigentliche Staatsschulden).

и текущие. Термин „фундированный“ применялся прежде к долгам, обеспеченным определенными источниками государственного дохода в противоположность текущим, не имевшим такого специального обеспечения [1]). В настоящее время, когда все долги имеют податное обеспечение, различие между ними имеет менее определенный характер: по цели долга—текущие долги отличаются от фундированных преходящим характером задач, ради которых они делаются, по сроку — сравнительной краткосрочностью, наконец, по праву востребования—тем, что они уплачиваются по пред'явлении или в очень краткие сроки, тогда как фундированные погашаются по заранее установленному плану или по усмотрению государства должника. Это последнее различие самое существенное: платеж процентов и погашение по займам правильно повторяются в бюджетах государств, а в Англии издавна вошли в консолидированную, т. е. ежегодно не вотируемую часть бюджета. Отсюда современное название фундированных долгов — „консолидированные“ долги и термин „консолидация“, т. е. превращение текущих долгов в долгосрочные или бессрочные займы.

К текущим долгам относятся, кроме вышеперечисленных долгов финансовых управлений, также некоторые чисто финансовые долги — билеты, боны, и др. краткосрочные обязательства государственного казначейства. Многие относят к ним и бумажные деньги; но хотя последние возникают путем учета краткосрочных обязательств казначейства в центральных эмиссонных банках, они отличаются от текущих долгов отсутствием права востребования со стороны держателей. Поэтому Вагнер вполне правильно выделяет их в особую категорию долгов. В странах, потерявших надежду на восстановление размена по паритету, бумажные

[1]) Stiefelzicher (Entw. d. engl. öff. Kredits, F. A. 1927 I). утверждает, что в XVII в. и начале XVIII в. (1660—1714) в Англии все долги имели специальное обеспечение и что под „нефундированными“ долгами подразумевались долги, которым наступал в близком будущем срок платежа (sofort oder spätestens nach einigen Jahren fällige). Если это утверждение и верно для данной эпохи, то во всяком случае термин ясно указывает на первоначальное различие в характере обеспечения, впоследствии, может быть, и стушевавшееся.

деньги нередко причисляются к податным источникам дохода, и даже создался термин „эмиссионный налог“.

Во французской литературе наряду с указанными двумя категориями государственных долгов различают еще долги срочно погашаемые и пожизненные (dette viagère), к каковым относятся все виды пенсий, а Леруа-Болье прибавляет еще пятую категорию „специальных скрытых долгов“, к которым относит обязательства по гарантиям железнодорожных и иных акций и облигаций, а также участие местных союзов и корпораций в затратах государства на определенные предприятия (порты, каналы). Нам думается, что выделение срочно погашаемых займов из консолидированных долгов излишне, так как бюджетная роль и характер их эмиссии ничем почти не отличается от рентных бессрочных долгов; пенсии не являются кредитными обязательствами государства, а „скрытые“ долги, упоминаемые Леруа-Болье, становятся долгами лишь в случае недостаточности доходов от соответственных предприятий, но в таком случае они превращаются в текущие долги. Поэтому можно, казалось бы, остаться при вышеуказанном делении кредита на займы и текущие долги. Нужно, однако, заметить, что во время минувшей войны создано столько промежуточных краткосрочных форм кредита, что грань между текущими долгами и краткосрочными займами в значительной мере стерлась.

§ 8. Классификация займов. Натуральные займы. Внешние и внутренние займы.

Виды и формы государственных займов чрезвычайно разнообразны: они различаются по об'екту—на натуральные и денежные, по суб'екту (кредиторам) или месту эмиссии—на внешние и внутренние, по правовому основанию — на принудительные и добровольные, включая патриотические, по сроку—на краткосрочные, пожизненные, долгосрочные, рентные и, наконец, по условиям вознаграждения—на процентные, выигрышные, займы с премией и пр.

Натуральные займы. Натуральные займы, бывшие когда-то распространенной формой первобытного кредита, недавно снова появились на арене истории, в связи с бы-

стрым обесценением валют в ряде государств. Даже крайне высокие проценты не покрывали потерь кредиторов на капитальной сумме долга, и поэтому, чтобы привлечь их, приходилось обращаться к „ценностно-устойчивым займам“, выраженным в золотой валюте или в товарной валюте, т. е. в единицах какого-либо продукта, имеющего широкий сбыт и потребление. Таковы хлебные, сахарные, угольные и др. натуральные займы. К ним прибегали Венгрия и некоторые германские государства: Ангальт заключил в 1923 г. ржаной заем в 40.000 центнеров для работ по электрификации, обеспеченный арендой казенных земель и платежами электрофицированных районов, ряд городов заключили ржаные займы для устройства тех или иных предприятий. Хотя цена ржи подвергалась резким колебаниям и создавала опасность развития биржевой спекуляции, особенно для государств и общин, не производящих ржи, но нужда заставляла прибегать к указанным займам [1]. Наиболее интересным и значительным опытом натуральных займов были оба хлебных и сахарный заем СССР (о которых см. последнюю главу).

Займы внешние и внутренние. Эти термины имеют двоякое значение: материальное или формальное. В первом смысле внешним займом называется заем, по которому кредиторами являются иностранные подданные, а внутренним — заем, размещенный среди подданных кредитующегося государства. С формальной точки зрения внутренними называются займы, заключенные на туземных биржах в валюте государства-должника, а внешними — заключенные за границей, в иностранной валюте. Последнее различие стушевывается, если для внутренних займов с целью привлечения иностранных кредиторов устанавливается „законный паритет“, т. е. твердое, не зависящее от рыночных колебаний, соотношение между валютами государства-должника и других государств. Такой паритет удорожает платежи иностранным кредиторам при обесценении валюты государства-должника, а при наличии металлической валюты он свидетельствует о неуверенности

[1]) W. Preyer. Roggenpapiere u Roggensteuern. Jena, 1923. — Sefzat, Stücken и др. b Zt. f. Kommunalwirtschaft 1923, № 5, 7 u. a.

правительства в ее устойчивости, подрывая доверие иностранцев к денежной системе страны, заключившей заем (Мигулин).

Формально внутренние займы могут попасть в руки иностранных кредиторов, но бывает и обратное: облигации заключенных за границей займов переходят к туземным держателям с под'емом благосостояния и накоплением сбережений в государстве, заключившем займы (например, в Италии в первом десятилетии XX века).

Формальное деление внешних и внутренних займов имеет некоторое значение в вопросе о праве государства на изменение условий займов, обложение облигаций или на отказ от платежа. В экономическом отношении гораздо бо́льшее значение имеет материальное распределение займов между иностранными и туземными кредиторами: внешние займы привлекают в страну новые капиталы, временно улучшают платежный баланс страны и усиливают взаимную международную солидарность государств. Но спрашивается, как выяснить действительное распределение займов при несовпадении формального разграничения с материальным и при непрерывной миграции облигаций из одной страны в другую? Точного учета и контроля достигнуть невозможно, но некоторые неточные сведения получаются в случае освобождения от налога с денежных капиталов иностранных держателей путем клятвенных заверений их о принадлежности им представляемых к оплате процентов облигаций (affidavit). Во время минувшей войны некоторые страны прибегали к регистрации валютных сделок, монополизации заграничных платежей и мобилизации иностранных ценных бумаг в руках казны с целью обеспечения внешних долгов [1]). Но подобные мероприятия чрезвычайно затруднительны, ведут к многочисленным уклонениям, и на основании их трудно делать заключение о реальном распределении внешних и внутренних долгов.

§ 9. Займы принудительные, патриотические и добровольные.

Принудительные займы, бывшие обычным явлением в финансовой истории с XV по XVIII в., во время французской революции и кое-где позднее, снова выдвинулись

[1]) См. L. Hillel. Mouvements du change et politique de stabilisation 1919. P. III.

ныне после войны в ряде государств. Некоторые писатели (Жэз) не считают даже возможным причислять их к займам, так как всякий заем предполагает, по их мнению, договор, свободное соглашение, принудительные же займы — явление одного порядка с военными реквизициями, бумажно-денежной эмиссией и скорее могут быть причислены к налогам. Вряд ли стоит доказывать право государства прибегать к принудительным займам, особенно в критические моменты. Вопрос лишь в том, целесообразно ли прибегать к ним. Против них выдвигается (Леруа-Болье и др.) ряд серьезных доводов: принудительные займы расстраивают народное производство, крайне неравномерны в силу затруднительности оценки имуществ, вызывают сильное недовольство и дают обычно ничтожный результат, сравнительно с добровольными займами. Правда, с последними их нечего и сравнивать, так как к ним прибегают лишь в случае невозможности получить средства путем добровольного займа или налогов, или же в случае крайней высоты требуемых капиталистами процентов по добровольному займу [1]). Жез находит, что нападки на принудительные займы преувеличены: они не более неравномерны, чем многие налоги, и могут при известном общественном настроении дать положительный результат. Однако, анализ различных случаев, когда прибегают к принудительным займам, приводит Жеза к мало благоприятным для них выводам: при полном истощении страны принудительные займы так же осуждены на неудачу, как и добровольные, при временных финансовых затруднениях принудительный заем уступает место единовременному налогу на имущество, так как последний позволяет государству в случае обесценения денег освободиться от капитальной суммы прежних долгов, выкупив их в обесцененной валюте; для (наличных) кредиторов по принудительному займу жертва почти та же, что и при единовременном налоге: облигации принудительного займа котируются весьма низко, и при реализации их они теряют большую часть капитала. Технические затруднения оценки и взимания в обоих случаях одинаковы. Лишь в том случае, когда экономическое положение страны сравнительно благо-

[1]) Jéze. Cours I, ch. XII и отд. брош. L'emprunt forcé 1922.

получно, но добровольный заем не удается вследствие чрезмерно высоких процентов, требуемых капиталистами, принудительный заем может, по мнению Жеза, иметь успех. Но и тут, по нашему мнению, целесообразнее применить принуждение к данным капиталистам в форме налога, чем в форме принудительного займа. Обычно, при описанных обстоятельствах достаточно угрозы принудительным займом, чтобы побудить банковые сферы к приемлемым условиям добровольного кредита.

Исторический опыт еще меньше говорит в пользу принудительных займов. К ним прибегали английские короли, пока парламент не запретил их в 1627 г., и французские короли с XIV в., и московские цари. Займы делались у торговых городов, у монастырей, у именитых купцов. Но в те времена еще не существовало государственного кредита, и принудительные займы чередовались с другими сомнительными методами извлечения средств. Великая французская революция обратилась к принудительным займам по истощении других источников дохода: заем 1793 г. в 1 миллиард предназначался на сокращение ассигнаций, но дал весьма мизерный результат — менее 75 миллионов обесценившимися деньгами, заем Директории 1795 г. в 600 милл. ливров золотом, раскладывавшихся в каждом департаменте среди одной четверти наиболее состоятельных граждан, дал, несмотря на сочувствие буржуазных классов правительству, 306 миллионов, т. е. вдвое меньше предположенного; это еще был самый удачный заем. Заем 1799 г., накануне падения Директории, был встречен негодованием и отменен Наполеоном через неделю после переворота. Единственным удавшимся во Франции был небольшой заем реставрации в 1816 г. на 100 милл. франков. В Италии мы также встречаем один сравнительно удачный принудительный заем в тяжелую пору ее финансовой истории — в 1866 г.: 400 милионов лир займа были распределены между провинциями и общинами пропорционально поступлениям прямых налогов, а в пределах каждой общины плательщики делились на восемь курий, из которых последняя не подлежала займу, а взносы остальных прогрессировали, причем четвертая курия вносила одну седьмую следуемой суммы, первые три — на $^1/_2$, $^1/_3$ и $^1/_5$ выше этой доли, а последние

три — на $^1/_5$, $^1/_3$ и $^1/_2$ ниже ее. Внутри каждой курии раскладка производилась по платежеспособности. Кредиторы получали 5% и кроме того 1% назначался на выигрыши. Заем погашался с 1870 г. в течение 10 лет. Сравнительно выгодные для принудительного займа условия, рациональная раскладка, а может быть и патриотический под'ем позволили собрать всю требуемую сумму.

После минувшей войны, казалось, похороненные историей принудительные займы снова всплыли на поверхность европейской жизни, стали предметом оживленных споров и кое-где получили применение. В Новой Зеландии и Австралии достаточно было угрозы принудительных займов, чтобы побудить банковские сферы к добровольным, то же имело место в Голландии в 1914 г. и в Норвегии в 1921 г.: банки расписали между собой небольшой норвежский 6% заем в 120 милл. крон, чтобы избежать принудительного займа. Во Франции дальше разговоров о принудительных займах дело не пошло. В Италии предложенный в 1919 году принудительный заем в размере от 5 до 40% имущества уступил место „единовременному" налогу, рассроченному на 30 лет. В Германии, после долгих споров, идея принудительного займа, пущенная еще в 1917 г., получила осуществление в 1922 г. К тому времени введенный Эрцбергером в 1919 г. Reichsnotopfer успел обнаружить свою неудачу, дав лишь 15 миллиардов марок обесценившимися деньгами. Ради успокоения репарационной комиссии, в виду катастрофического роста дефицитов и обесценения денег, правительство решилось на принудительный заем в 70 милл. бумажных марок, которые должны были быть внесены до 31-го декабря 1923 г. Подписная сумма повышалась (чтобы побудить к скорейшей подписке) с июля 1922 г. до февраля 1923 г. С ноября 1925 г. он должен был приносить 4%, а с 1930 г. — 5%. Обязанными к подписке были все плательщики поимущественного налога, т. е. лица с имуществом от 100 тыс. марок (при доходе менее 40 тыс. минимум имущества поднимался до 300 тыс., для стариков и нетрудоспособных — до 1 миллиона). Ставки прогрессировали от 1% до 10% с доли имущества свыше 1 миллиона. Две трети суммы подписки вносились одновременно с декларацией не позднее 23-го февраля 1923 г., остальная треть в течение

двух месяцев после окончательного определения финансовыми органами следуемой суммы. Семейные скидки делались по одной двадцатой на ребенка сверх двух, если имущество не превышало 3-х миллионов. Закон допускал отсрочки и освобождение от налога по усмотрению финансовых органов. При резком расхождении деклараций с окончательной оценкой подписная сумма увеличивалась на 20—60%. Юридические лица подлежали половинным ставкам. Заем был встречен очень неодобрительно: Гильфердинг считал эту меру запоздалой, недостаточной для покрытия дефицита и способствующей лишь росту эмиссии, так как заем в конце концов падал на Имперский банк, куда подписчики обращались за ссудами. Сложная оценка вызвала много споров и жалоб; усмотрению финансовых органов предоставлен был широкий простор; беспроцентность до 1925 г. чрезвычайно понижала курс облигаций. В дальнейшем он испытал судьбу всех займов, заключенных в период крайнего обесценения марки: кредиторы ничего почти не получат обратно.

Таким образом, германский опыт свидетельствует о неудаче принудительных займов, этой гибридной формы, не имеющей достоинств и сочетающей недостатки налогов и займов. О принудительных займах в Советской России см. последнюю главу.

Вряд ли стоит долго останавливаться на особой форме добровольных займов—займах патриотических, при которых государство обращается к чувству патриотизма граждан с целью выговорить условия более льготные сравнительно с обычными рыночными. К таким займам обращалась Франция в эпохи революций (в 1789, 1831 и 1842 г.г.) и всякий раз терпела неудачу. В Англии аналогичные попытки в 1798 и 1817 г.г. тоже не имели успеха. В России попытка использовать патриотический под'ем при выпуске 5% банковых билетов перед турецкой войной ни к чему не привела. Сравнительно успешнее прошел итальянский Consorzio nationale. Во время минувшей войны некоторые английские займы и займы Соединенных Штатов были выпущены на очень выгодных для фиска условиях, повидимому, отчасти под влиянием призыва правительства к патриотизму граждан. Но в общем, за редкими исключениями, когда

условия займов мало отличались от рыночных, патриотические займы терпели неудачу.

§ 10. Срочные и бессрочные займы.

По сроку и праву востребования со стороны кредитора займы делятся на срочные и бессрочные.

Срочнопогашаемые займы исторически предшествуют форме бессрочных или рентных. „Развитие гос. кредита идет от антиципационных долгов чрез пожизненную и срочную ренту к бессрочной“ [1]).

Виды их — пожизненная рента, аннюитет, займы, погашаемые в определенный срок сразу, или погашаемые путем тиражей постепенно. Пожизненная рента — наиболее ранняя форма—возникла из средневековой формы кредита — „прекария“, представлявшего передачу церковному учреждению в собственность какого-либо имущества с сохранением за прекаристом права пользования им за особую плату. Постепенно, с заменой имущества денежной суммой, а права пользования им ежегодным платежом, прекарий превратился в пожизненную ренту. Она была известна еще в итальянских городах XIV века, широко применялась во Франции и Англии с XVII века. Государство брало на себя страховые функции, но, не зная ничего о статистике смертности, оно часто терпело ущерб при указанных займах, так как платежи не соответствовали средней продолжительности жизни кредитора. Кроме того, пожизненные ренты связывали государство неопределенностью срока.

Поэтому от них впоследствии отказались и заменили другими формами кредита. Особую форму рент представляли собою так наз. тонтины. Эти займы оказывались государству товариществами кредиторов, причем уплата по ним производилась до смерти последнего пережившего всех товарищей кредитора равными ежегодными платежами. Здесь проводился тот же принцип пожизненной ренты, но число лет равнялось наиболее продолжительной жизни последнего участника тонтины. Введенные во Франции при Мазарини в 1653 г. и распространенные в Англии в XVIII веке,

[1]) Stiefelzieher, o. c. F. A. 1927 I, S. 212.

тонтины оказались столь же невыгодными и рискованными, как и пожизненная рента.

Более планомерной формой срочных займов были аннюитеты: государство обязывалось ежегодными платежами в течение определенного числа лет (в Англии 99-ти, затем 45 и даже 21 года). Хотя и они связывали государство сроком, но преимущество перед пожизненной рентой заключалось в определенности этого срока. В Англии ими пользовались главным образом для погашения государственных долгов: Гладстон стремился путем превращения части бессрочных рент в аннюитеты уменьшить задолженность государства. Во Франции аннюитеты послужили тоже для погашения бессрочной ренты, которая заменялась аннюитетами пенсионной кассы, но высокий процент по этим долгам, придававший им почти благотворительный характер, повел к значительному увеличению платежей, а затем к отмене указанного мероприятия.

Наиболее распространенной в прошлом веке формой были займы, погашаемые путем срочных тиражей, с заранее установленным планом и сроком погашения путем равных ежегодных платежей, идущих в первые годы главным образом на уплату процентов, а затем, по мере уменьшения суммы процентов, увеличивающих долю погашения. В пользу этих займов выдвигается определенность плана их погашения и некоторые выгоды при эмиссии, на которых мы остановимся дальше. Но они разделяют с другими срочными займами тот недостаток, что связывают государство платежами часто в затруднительные финансовые моменты. Займы, погашаемые целиком сразу, наименее удобны для фиска, если они велики и если срок выкупа точно фиксирован, так как нельзя предвидеть, найдутся ли в назначенный срок средства для выкупа. Но государство может установить срок выкупа в известных пределах, сохраняя за собой право выкупа с определенного момента, скажем через 10 лет, и обязуясь произвести выкуп не позже определенного срока, скажем через 20 лет. Такая возможность выбора момента выкупа представляет большое удобство для государства-должника. Такие займы, широко применявшиеся в Соединенных Штатах, получили распространение в Европе во время минувшей войны.

Бессрочные займы. Бессрочные или рентные займы, погашение которых всецело зависит от усмотрения государства-должника, составляли перед войной господствующую форму государственных займов. Они позволяют государству выбрать наиболее удобный способ и момент погашения, уменьшают тяжесть погашения в связи с падением ценности денег, а следовательно и номинальной суммы займов; они допускают в самой широкой форме конверсии. Но, с другой стороны, бессрочные ренты опасны, так как большей частью ведут к полному прекращению погашения. Представляя собою продукт нового времени, бессрочные ренты предполагают упорядоченный финансовый строй и устойчивый кредит, изобилие свободных капиталов и технические удобства кредита. Есть еще одна категория займов, называемых вечной рентой, при которых государство само отказывается от права погашения (unkündbare oder ewige Rente). При этой форме государство-должник лишается возможности конверсии и в случае высокого процента теряет на указанных долгах. Кредиторами по этим вечным рентам бывают большей частью благотворительные учреждения; в бюджетах эти займы не играют почти никакой роли; так, напр., у нас „вечные вклады“ составляли до войны 2—3 миллиона рублей в год.

Минувшая война внесла значительное разнообразие в формы государственных займов: характерной чертой кредита военного времени было преобладание срочных займов над обычной рентной формой. Срочность займов во время и после войны об'яснялась невыгодностью условий их реализации и надеждой на возможность изменения этих условий путем конверсий после войны. Надежды эти, однако, оправдались только в Соединенных Штатах. Во Франции появились „облигации национальной защиты“, сроком на 10, 15, 6 лет, „боны-облигации“ и долгосрочные займы 1920—25 г. В Англии консоли во время войны совершенно исчезли, уступив место срочным займам вышеописанного американского типа, с минимальным и максимальным сроком выплаты, причем для первого военного займа он был очень краток—13 лет, во втором займе значительно удлинен—до 30 лет, заем победы был долгосрочным—на 71 год; долгосрочный характер носят и нынешние конверсионные займы.

Кроме того, Англия широко использовала краткосрочные формы займа, выпуская „национальные военные облигации“ на 5, 7 и 10 лет.

Другими промежуточными формами между текущим долгом и займами являются „национальные сберегательные сертификаты“ и „облигации казначейства“—exchequer bonds, впервые появившиеся в Крымскую кампанию. Во время последней войны в 1915 г. эти облигации были выпущены на 50 милл. из 3% сроком на 3 года; в дальнейшем процент возрастал и срок удлинялся.

В 1917 году они уступили место национальным военным обязательствам, но в 1920 году правительство вернулось к exchequer bonds, наряду с которыми были выпущены 5%-ные treasury bonds сроком на 5—15 лет. В настоящее время (31-го марта 1927 г.) „национальные военные облигации“ составляют 556 милл. фунт., treasury bonds — 454 милл. ф., а национальные сберегательные сертификаты— 372 милл., тогда как exchequer bonds почти исчезли.

Такие же промежуточные формы долгов мы встречаем в Соединенных Штатах, выпускающих особые „билеты казначейства“ (treasury notes) сроком на 3—4 года в целях облегчения конверсионных операций; в 1921/22 году их было выпущено на 2 миллиарда 743 милл. долларов [1]).

§ 11. Выигрышные займы.

Лотерейными или выигрышными займами называются такие срочнопогашаемые займы, в которых наряду с процентом или вместо процента кредиторам предоставляются шансы выигрыша: на каждый тираж погашения приходится один или несколько тиражей определенного числа выигрышей. Последние сближают их с лотереями, и некоторые писатели, как, н пр., Жез, считают выигрышные займы видом лотереи; различия между ними, мол, не существенны. С этим мнением нельзя согласиться: капитальная сумма,

[1]) Т. о. в С. Штатах текущими долгами в тесном смысле являются лишь „сертификаты“, соответствующие английским treasury bills; краткосрочные „билеты казначейства“ (treasury notes) соответствуют английским exchequer bonds, а treasury bonds скорее соответствуют долгосрочным займам (loans).

помещенная в займы, возвращается кредитору, и в этом существенное с народно-хозяйственной точки зрения отличие их от лотерей. Отличие их от обыкновенных займов только то, что в расчете на выигрыши подписчики соглашаются а) совсем не получать процентов (беспроцентные выигрышные займы) или б) получать процент ниже обычного (процентные в. з.). Вагнер поэтому и определяет выигрышные займы, как такие, где... „процент полностью или частью выплачивается в форме премии (выигрышей)“.

Выигрышные займы встречают осуждение со стороны большинства финансовых авторитетов, выдвигающих против них юридические, моральные и финансовые соображения: а) займы эти развивают в населении страсть к игре, стремление к обогащению без труда, развращающее народную массу и отвлекающее ее от правильных сбережений. Особенно вредна сопутствующая им продажа мелкому люду „промесс“, т. е. шансов выигрыша, с которой законодательства ведут безуспешную борьбу: такова широко практиковавшаяся во Франции (вопреки закону 1900 г.) операция „vente â temperament ou à credit“; б) запрещая частные лотереи и лотерейные займы в силу их вредного развращающего влияния, государство не должно само пользоваться этим незаконным видом кредита; в) финансовые соображения против выигрышных займов заключаются, по мнению Вагнера, в том, что 1) выплата выигрышей часто неравномерно распределяется на период погашения и обременяет нередко казну в самый неудобный момент, 2) выигрышные займы, как срочно погашаемые, не допускают досрочного погашения, а следовательно, и конверсии (об этом ниже в гл. 5-й), 3) к тому же займы эти могут заключаться лишь на сравнительно небольшие суммы, так как крупные капиталисты не прельщаются выигрышами, а ищут только калькулированной прибыли на капитал: рисковать можно лишь незначительной долей своего капитала или дохода; г) Жез выдвигает против выигрышных займов еще одно обвинение: в силу того, что при срочных тиражах в начале срока главную долю платежей составляет процент, а к концу его погашение и выигрыши, выгода от низкого % по займу достается поколению, заключившему заем, а на

будущие поколения налогоплательщиков ложатся главным образом выплата выигрышей и погашения: это несправедливо по отношению к будущим поколениям.

Такое огульное и категорическое осуждение выигрышных займов кажется нам преувеличенным: нельзя отождествлять их с лотереями, где теряется капитал и элемент азарта играет доминирующую роль. Выигрышные займы сохраняют капитальную сумму облигаций, и если процент по ним немногим отличается от обычного, а размеры облигаций не очень малы, то вряд ли они представляют опасность для страны.

Защитники выигрышных займов указывают, что государство, находящееся в тяжелом финансовом положении, не может слишком ригористично придерживаться морально-педагогических принципов. Элемент случайности, кон'юнктуры играет, помимо выигрышных займов, крупную роль в современной экономической жизни, и страсть к игре, к случайной наживе находит достаточно пищи независимо от них. Да и верно ли, что выигрышные займы отучают от нормальных сбережений? Мы видим, что во Франции, где они практикуются, привычка к сбережениям гораздо больше проникла в массы населения, чем в Англии, где закон запрещает лотереи и где духовенство, либералы и рабочие высказываются против выигрышных займов. Надежда на выигрыши часто служит бо́льшим, чем высокий %, стимулом к сбережениям. Для многих, говорит Леруа-Болье, она сослужила службу клада в Лафонтеновской басне: выигрыша не дождались, но зато накопили сбережения. „Что дурного в том, что бедные люди, . . сберегая деньги на покупку билета, строят затем накануне тиража воздушные замки. Даже следующее за ним большей частью разочарование не уничтожает сладости надежд“.

Что касается финансовых неудобств, срочность погашения тиражами не лишает возможности конверсии; необходимо только оговорить при заключении займа это право, что и практикуется в последних французских займах Crédit National; неравномерность распределения выигрышей во времени и связанные с ней потери на страховании могут быть ослаблены путем надлежащего изменения платежа тиражей. Хотя выигрышные займы уступают по размерам обыкновенным,

однако недавняя практика Германии и Франции показала, что они могут достигать нескольких миллиардов франков или марок (в Германии 3,8 мд. в 1919 г., во Франции 4+4+3 мд. франков в 1919—21 г.). Наконец, при сравнительно высоком проценте современных выигрышных займов (5% во Франции) и праве конверсии в будущем вряд ли можно серьезно говорить о „несправедливости по отношению к будущим поколениям".

Леруа-Болье рекомендовал следующие условия выпуска, при которых выигрышные займы не представляют опасности: 1) они должны давать некоторый минимальный процент (2—2½% [1]), 2) сумма выигрышей не должна превышать $^1/_{10}$ ежегодного платежа процентов и погашения, 3) погашение происходит в 50—75 лет по номинальной цене или выше ее (с премией), 4) каждый выигрыш не должен превышать 150 тыс. фр., 5) тиражи не должны иметь место чаще, чем четыре раза в год (П, р. 372).

Обычные условия современных займов в общем отвечают указанным требованиям: раз или 2—4 раза в году производится тираж выигрышей для непогашенных билетов, независимо от тиражей погашения, происходящих большею частью сериями (50—100 билетов в каждой). Один или несколько очень крупных выигрышей („200 тыс. р.") составляют главную приманку, поражая воображение обывателей, остальные более мелкие поддерживают интерес к займу. Проф. Мигулин рекомендовал, основываясь на психологии масс, не создавать выигрышей средних размеров, мало интересующих подписчиков, а ограничиться несколькими очень крупными и достаточным числом совсем мелких выигрышей.

Если число выигрышей остается одинаковым в течение всего срока займа или сокращается медленнее, чем число билетов, то шансы выигрышей для держателей с каждым годом увеличиваются, повышая курс оставшихся билетов нередко в несколько раз против номинального; в таком случае держатель при выходе билетов в тираж теряет, и чтобы обезопасить себя от указанной потери и сохранить шансы выигрыша, он страхует выигрышные билеты в банке

[1]) Когда писал Леруа-Болье, нормальный процент во Франции равнялся 3—3½%.

или банкирской конторе: последние обязуются в случае выхода данной серии в тираж доставить страхователю другой билет того же займа. Между тем, билеты выигрышных займов размещены большей частью у мелких держателей, и их не легко достать на бирже; поэтому, указанная операция становится с каждым годом все более затруднительной, страховая премия быстро растет, требуя от держателей значительных приплат. Таковы были затруднения, возникшие в связи с неудачной системой наших прежних выигрышных займов.

В истории финансов выигрышные займы играли иногда значительную роль: в Англии они были особенно часты при Вильгельме Оранском и его преемниках в конце XVII и XVIII веке. С тех пор они исчезли: во время наполеоновских войн правительство заключало обыкновенные займы (но пользовалось до 1824 г. и лотереей). Во время последней войны появились проекты выигрышных займов для большего привлечения мелких сбережений. Эта идея встречала сочувствие преимущественно среди консерваторов и в торговых кругах; Бонар Ло подверг вопрос обсуждению специальной комиссии в 1917 году, хотя еще в 1916 г. комиссия, изучавшая способы привлечения мелких держателей, не решилась предложить выигрышные займы. Против них возражали либералы и такой выдающийся финансист, как Мак-Кенна (м-р финансов), и рабочая партия, но особенно резко ополчилось против них духовенство: выигрышные займы признаются, наряду с лотереей, безнравственным средством, подрывающим престиж Англии. В виду этих протестов комиссия „нашла нежелательным принимать меру, вызывающую столь сильную оппозицию, несмотря на то, что мелкий люд недостаточно сберегает в Англии, что обычные займы его не привлекают и что выигрышный заем мог бы дать от 10 до 250 м. ф.“ (довольно неопределенные пределы—В. Т.). Правительство отказалось от мысли о выигрышных займах, и идея была окончательно похоронена.

Во Франции к лотерейным займам часто прибегали в XVIII веке; их использовал с успехом и Неккер в 1777 и 1780 г.г., Калонн и Бриен накануне революции следовали примеру Неккера.

В XIX веке выигрышные займы выпускались во Франции только городами (Париж, Лондон), при чем они пользовались успехом среди мелкой буржуазии и рабочего населения крупных городов.

Во время последней войны и после нее несколько раз поднимался вопрос о заключении выигрышных займов, и закон 1919 г. разрешил таковые созданному для вознаграждения потерпевших от войны учреждению—Crédit national; им был выпущен ряд займов [1]).

Относительный успех этих займов склонял многих (газ. Temps, комитет торговли, промышленности и сельского хозяйства, м-р финансов Ластери) к применению их для уравновешения общегосударственного бюджета, но до сих пор эти проекты не получили осуществления.

Бельгия тоже пользовалась выигрышными займами до войны только для коммунального кредита, но в 1921 г. „Федерации кооперативов лиц, потерпевших от неприятеля“ разрешен выпуск выигрышного займа в 1 мд. фр. на 99 лет.

В германских государствах выигрышные займы и лотереи широко практиковались в былое время, но империя прибегла к ним лишь после войны, выпустив в 1919 г. заем на 5 мд. мар., погашаемый в 80 лет, с семестровыми тиражами выигрышей (на 25 м. от 1 милл. мар. до 1 тыс. марок) и с премией при погашении облигаций в 50 мар. за каждый год, истекший со времени подписки. Цена облигаций—1000 мар. Помещенные в заем суммы не подлежат налогам на прирост имущества и с наследств, а выигрыши—подоходному и налогу с денежных капиталов. Несмотря на все эти льготы, подписка дала только 3.334 м.м.; вследствие такой неудачи попытки более не повторялись.

В Италии многие города выпускали беспроцентные выигрышные займы (наиболее вредная форма); государство прибегло к ним лишь после войны; декрет 31 дек. 1920 г.

[1]) 1) 5%-ный заем 1919 г. на 4 мд. ф., сроком на 75 лет, но с правом досрочного выкупа в 1940 г. с выигрышами—4 раза в год по 10 м. (4 по 1 м., 4 по $^1/_2$ м., 20 по 100 тыс. и 40 по 50 тыс.); 2) заем 1920 г. на 4 мд., 3) 1921 г. на 3 мд., 4) 6% заем 6 января 1923 г. на 3 мд. с 1200 выигрышами на 2.343 тыс. на одну серию, т. е. 10 с лишком миллионов в год.

разрешил выпуск 5%-ных семилетних бонов казначейства для восстановления разрушенных областей; 16 марта 1921 г. выпущен был первый миллиард лир; на каждый миллиард бонов приходится 1.200 выигрышей на 2.545 тыс. лир, очень неравномерно распределенных (1 в 1 мил., 2 по 100 тыс., 2 по 50 тыс., 2 по 10 тыс., 8 по 5 тыс., и 1185 по 1 тыс.,) и включающих погашение облигации.

У нас в России выигрышные займы появились в 60-х годах для расширения деятельности Государственного банка и для содействия железнодорожному строительству: 1-й заем был выпущен в 1864 году на 100 мил. из 5%, сроком на 60 лет, с премией при погашении от 20 до 50 рублей на 100-рублевую облигацию и выигрышами на 1 мил. р. (2 тиража по 500 тыс. ежегодно) в течение первых тридцати лет и на 500 тыс. ежегодно в течение последующих тридцати лет. Выигрыши начинались с 200-тысячного, составлявшего главную приманку займа, и кончались 500-рублевыми. Несмотря на столь льготные условия (реальный % = 6,34) 1-й заем был с трудом размещен по $98^1/_2$, так как публика еще не была знакома с выигрышными займами. Но уже второй заем, с теми же условиями, оказалось возможным выпустить по 107. Вскоре займы эти стали самой популярной формой государственного кредита, курс билетов быстро возрастал, и в 1889 году, когда правительство решило прибегнуть к выигрышному займу для облегчения кредита дворянскому землевладению, он был выпущен уже по 215 р. за номин. 100-рублевый билет и дал, за всеми расходами, чистой прибыли 90 мил. Впоследствии цена билетов всех трех займов продолжала расти, перевалив для первого за тысячу рублей и создавая серьезные затруднения с страхованием билетов от тиражей. Во время войны многие предлагали выпустить выигрышный заем (проф. Мигулин и др.), но эти проекты не встретили сочувствия: обыкновенные займы давали гораздо больше, чем мог бы дать самый удачный выигрышный заем.

§ 12. Текущие долги.

Из двух основных видов государственных долгов — а) долгов финансового управления и б) финансовых, служащих для покрытия кассового или бюджетного дефицита — по-

следние составляют наиболее важную и значительную часть текущих долгов (см. § 7-й). Поэтому мы будем иметь в виду только их, говоря о формах текущих долгов. Оставляя в стороне бумажные деньги, можно вместе с Лоренцом Штейном различать банковый и кассовый кредит:

А) Первая форма текущих долгов — это обычный коммерческий кредит, которым государство пользуется в центральном эмиссионном или других банках. Она большей частью связана с контокоррентными отношениями между банком и казной или даже более тесными отношениями — ведением кассового дела центральным банком. Поскольку позаимствования в банке превышают коммерческое покрытие, возникает долг казны; его нормальная форма — учет векселей казначейства.

Эмиссионный банк получает право выпуска на соответственную сумму банкнот. Если под давлением финансовой нужды казна напрягает сверх меры этот источник, эта форма текущего долга ведет к инфляции, а если банк прекращает размен банкнот, наступает период бумажных денег и обесценение валюты со всеми тягостными последствиями.

Б) Вторая форма — кассовый кредит — представляет собой приказы финансового управления государственным кассам уплатить такую-то сумму денег; эти Schatzanweisungen — билеты казначейства — наиболее обычная форма текущих долгов. Они приносят большей частью определенный процент, для чего иногда снабжены, подобно облигациям займов, купонными листами, заключаются на определенный срок 1—6 лет, купюры их, выпускаемые в круглых суммах, ниже, чем векселей казначейства. Рассчитаны они, как и займы, на широкую публику и служат средством помещения капиталов, сбережений. Поэтому Л. Штейн называет эту форму текущих долгов Kapitalkredit, противопоставляя ее банковым. Уплачиваемый по ним процент, равно как колебание их курса, делают их непригодными для замены денежных знаков; в отличие от банкнот, им не придается обязательного курса и значения легального платежного средства. Высота процента устанавливается в зависимости от условий денежного рынка, причем в нормальное время она обычно на 1—2% ниже процента по долгосрочному кредиту. Право

выпуска их предоставляется министру финансов бюджетным или специальным законом, в котором указывается цель, максимальная сумма, срок и другия условия выпуска. Часто допускается пересрочка билетов казначейства или выпуск взамен погашаемых „серий“ новых на ту же сумму. Право пересрочки должно тоже устанавливаться в законодательном порядке, так как в противном случае законодательное утверждение выпусков билетов казначейства обращается в фикцию, и исполнительная власть получает возможность удлинять ad libitum их срок. На этом настаивала у нас Государственная Дума в 1907 и в 1908 г. г. в период ее борьбы с правительством за бюджетные права законодательных учреждений; но министерство финансов ревниво оберегало свою свободу действий в отношении пересрочек, в чем встретило поддержку Государственного Совета.

В настоящее время различие между „банковым“ и „кассовым“ кредитом в значительной мере стушевалось.

Краткосрочные обязательства казначейства получили развитие в Англии при Вильгельме III в конце XVII века, заменив старинные „бирки“ казначейства (tallies of pro) и „приказы платежа“: Монтагю выпустил в 1795 г. для покрытия расходов по перечеканке монет exchequer bills — „векселя казначейства“; этот старейший тип краткосрочных обязательств применялся до 1897 г.; они выпускались на срок не более пяти лет, процент устанавливался по усмотрению министерства финансов каждые полгода в зависимости от рыночной кон'юнктуры, но не свыше $5^1/_2$%; они принимались по номиналу в платежи по налогам. Они представляли для правительства то неудобство, что не могли погашаться в удобный момент, а для держателей то, что казна часто пользовалась своим правом понижения % ниже рыночного (напр., в 1887 г.). Поэтому Англия перешла к более удобной форме обязательств, давно применявшейся во Франции (bons de trésor), сроком на 3—12 месяцев, учитываемых в банках—treasury bills: созданные по инициативе Норскота еще в 1877 году, они были впервые выпущены только в 1889 г. С тех пор они стали главной формой текущего долга, и роль их с течением времени возрастала, особенно во время трансваальской войны, в начале которой пришлось их выпустить на 13 м. ф., и войны 1914—18 г. Эмиссия их происходит

чрез посредство Английского банка с торгов (в течение 3 дней), причем предложившие высшую цену получают всю подписанную сумму, а давшие меньше — часть подписанной суммы или ничего.

Кроме векселей казначейства правительство пользуется услугами Английского банка для покрытия периодических и непериодических кассовых дефицитов: в сроки платежей процентов по займам („по консолидированному“ бюджету) оно получает, по закону 1866 г., от банка „временные“ авансы в 150 — 175 м. ф. — deficiency advances; в случае несовпадения сроков поступления доходов с расходами по управлению — supply services — министр финансов может тоже пользоваться авансамм, которые получили название ways and means advances.

Во Франции предшественниками нынешних обязательств казначейства при старом режиме были billets au comptant и billets d'epargne.

Современные bons de trésor регулируются законом 1824 г.; обычной их формой были bons ordinaires, выпускавшиеся министром финансов на 3 — 12 месяцев; в 1870 г. к ним присоединились боны на более долгие сроки (2—5 лет), а в 1875 г. шестилетние bons à long terme. Вообще, текущие долги, включая сюда многочисленные формы долгов „финансового управления“ (депозитной кассы и др. учреждений), достигали во Франции часто опасных размеров: при Луи Филиппе, при Наполеоне III, затем в конце 70-х г. г.

В Пруссии беспроцентные краткосрочные обязательства казначейства с принудительным курсом Tresorscheine — появились в 1806 г. во время борьбы с Наполеоном, в 20-х и 50-х годах неотвержденные долги под названиями Kassenanweisungen играли серьезную роль в государственном кредите; с 1866 г. выпускались в ограниченном количестве %-ные Schatzanweisungen сроками до девяти месяцев.

Германская империя унаследовала от северо-германского союза краткосрочные (сроком до 1 года) билеты казначейства Schatsscheine в 1 — 100 тыс. мар. и продлила их срок до 5 лет; канцлеру предоставлялось право повторного выпуска их в пределах счетного периода. Другой вид обязательств казначейства северо-германского союза—Schatzanweisungen— выпускались купюрами меньшего размера — в 100 и 1000 та-

леров; имперское правительство выпускало их с 1894 г. обычно зимой для покрытия кассового дефицита, они были „беспроцентными“ (т. е. реализовались путем учета в банках), но в 1900 г. Германия реализовала в Нью-Иорке 4%-ные обязательства. Максимальный предел разрешаемых к выпуску обязательств постепенно возрастал.

В Австрии в бурную эпоху 1848 года появились краткосрочные обязательства, обеспеченные доходами от Гмунденских соляных промыслов — Salinenscheine: они выпускались Национальным банком на 4 — 12 месяцев и учитывались из 5 — 6%. Разрешавшийся к выпуску максимум возрастал с 40 м. фл. до 100 м. в 1863 г.; в 90-х годах началось их сокращение и консолидация (1897 г.). Наряду с описанной формой текущего долга Австрия пользовалась и билетами казначейства — Kassenscheine и Kassenanweisungen, особенно в 90-х г. г. прошлого века.

В России [1]) практиковались две формы текущего долга для покрытия бюджетного или кассового дефицита: а) краткосрочные обязательства казначейства и б) билеты („серии“) государственного казначейства. Первые появились у нас в 1812-м году под названием „облигаций госуд. казначейства“ для покрытия военных расходов (оплаты поставок хлеба и фуража); по ним уплачивалось 6%, срок был годичный. Вторичное их появление относится к концу 70-х годов; в 1878 г. их было выпущено на 50 милл. сроком на 6 месяцев из $4^1/_2$% годовых. С тех пор они стали обычной формой „подкрепления средств“ государственного казначейства, причем с 1882 г. не требовалось даже высочайшего указа для их выпуска в пределах 50 милл. руб. Они выпускались через Государственный банк купюрами в 1 и 5 тыс. руб. из 4—5% и погашались из поступлений от займов или вели к расширению бумажно-денежной эмиссии.

„Серии“ (билеты) государственного казначейства были впервые выпущены в 1831 г. в качестве временной меры на сумму в 30 милл. (по 10 милл. в каждой серии), сроком на 4 года из 4,32% купюрами в 250 руб.; они выдавались и принимались по всем платежам казне и казны. Выпуски продолжались и в дальнейшем для погашения серий, кото-

[1]) Н. Бржеский. Госуд. долги России. 1884, гл. 2.

рым истекал срок, или для новых нужд. С течением времени серии стали обычной формой текущего долга, превратившись, в сущности, в бессрочный долг. Билеты г. к. стали популярным в московской купеческой среде платежным средством (в ущерб валюте) и находили спрос, но в 1904—1906 г.г. их было выпущено слишком много, и консолидация их обошлась очень дорого (заем 1909 г.).

Текущие долги, вызванные войной 1914—18 г.г. В течение минувшей войны все воевавшие государства прибегали в широких размерах к текущим долгам в качестве антиципации займов или налогов. По мере истощения в ряде стран реальных сбережений превращение этих долгов в займы становилось все более трудным, и остаток неотвержденного долга возрастал, приводя к росту бумажно-денежной инфляции.

Такова была история текущих долгов в Германии, где к обычным Schatzanweisungen присоединились разрешенные законом 4 августа 1915 г. векселя казначейства, выдававшиеся поставщикам и учитывавшиеся ими в Рейхсбанке. Они выпускались на срок в 1—3 месяца и каждые полгода превращались в займы: они вносились при подписке на заем вместо наличных денег путем переноса на текущий счет казначейства. К концу войны, однако, правительству не удавалось „снимать“ займами всю сумму находившихся в обращении векселей казначейства; их лавина быстро росла, достигши в 1919 году 67 мд., а в 1922 г. 253,4 мд. Кроме того, выпускались приказы на казначейство сроками до 1918—1923 г.г. из $4^1/_2$—5% с премией в 10—20% и с правом востребования в 1927 года. Эта последняя форма, не получившая развития, представляет уже промежуточную стадию между текущим долгом и займом.

Франция пользовалась текущими долгами еще в большей мере; ссуды банка Франции правительству быстро возрастали во время войны и по окончании ее и достигли в 1926 г. $38^1/_2$ мд. франков, а с ними росла бумажная эмиссия. С займами Франция сначала медлила, довольствуясь бонами национальной защиты, выпускавшимися на срок от одного месяца до одного года из 5%, затем 3 - $4^1/_2$%, купюрами от 100 до 1.000 франков, впоследствии даже по 20 и 5 франков. Эти боны продавались в банках, почтовых учреждениях,

принимались в оплату при подписке на займы и в обеспечение ссуд из банка Франции. Они были освобождены от налога с денежных капиталов, а с 1924 г.—и от общеподоходного. Они вскоре стали излюбленной формой помещения мелких сбережений, что дало возможность довести размер их эмиссии до неслыханных цифр (58,4 мд. в 1926 г.), оттягивая их консолидацию. Однако, бремя их дало себя чувствовать в последние годы особенно резко и послужило главной причиной пережитого Францией в прошлом году финансового кризиса, приведшего к власти министерство Пуанкарэ. Принятые им меры к оздоровлению финансов (о них ниже) восстановили доверие публики, позволили оплатить срочные обязательства и удлинить сроки остальных. Распределение бонов по срокам составляло в %%.

	1 мес.	3 мес.	6 мес.	1 год.	2 года.
1 октября 1926 г.	10,4	2,4	9,2	73	
15 апреля 1927 г.	—	—	1,1	81,3	9,6

В Англии использовали обычную форму текущего долга—векселя казначейства (treasury bills), которые реализовались через посредство Английского банка обычным аукционным методом или по заранее определенному курсу. Сумма их составляет ныне 599 милл. ф. ст., резко уменьшившись против 1919—1920 г., когда они превышали 1 мд.

Новой формой были „военно-расходные свидетельства", выпускавшиеся сроком на два года купюрами в 100—10.000 фунт. из 5% по курсу около 90. Но они просуществовали недолго—с 1916 по 1917 г.

В Соединенных Штатах обязательства казначейства — „Certificates of indebtedness" — сыграли в минувшую войну громадную роль, перед которой бледнеют выпуски обязательств казначейства во время прежних войн и кризисов. Их функция была, в противоположность прежнему, планомерная и нормальная антиципация поступлений от налогов и займов. Выпуски второй категории — loan certificates — повторялись перед каждым займом за два-три месяца, возрастая в количестве от 700 милл. до 6 слишком миллиардов, в общем за 1917—22 г. на сумму 21,4 мд. Сертификаты, выпускавшиеся в качестве антиципации налогов, составили за 1918—22 год 12,4 мд. Кроме того, они выпу-

скались на покрытие обыкновенного кассового дефицита, а также для погашения краткосрочных займов. Всего было выпущено их на 54,67 мд. Но они вскоре же погашались, так что в обращении их было обычно немного (максимальная сумма достигла в 1919 г. 3,92 милл.). Пользуясь большим успехом на рынке, сертификаты сослужили большую услугу казначейству, позволяя постепенно добывать нужные средства без напряжения денежного рынка, но они вызвали некоторое расширение банкового кредита и, повидимому, отчасти повлияли на рост товарных цен (Hollander).

Предшествующий очерк показывает, что текущие долги позволяли покрывать военные расходы постепенно, не извлекая сразу из народного оборота значительных денежных сумм, как это бывает при займах, и представляли таким образом более дешевый метод покрытия расходов, но после войны они явились всюду главным предметом забот финансового ведомства, т. к. частые сроки пред'явления их ко взысканию, не всегда совпадавшие с моментами значительных поступлений доходов, ставили министерства финансов в очень затруднительное положение и побуждали их к консолидации текущих долгов в долгосрочные займы или к поспешному погашению их.

Литература: L. v. Stein Lehrb. II Teil. 3-te Abt., S. 50—98. — Wagner, o. c. S. 798—806. — Heckel II, 5-te Buch, S. 379—410. — Lotz (1917), Léroy-Beaulieu II, 1. II. ch. V—VI, — Jèze I, p. 456—501,—Preyer Roggenpapiere u. Roggensteuern 1923.

Jèze L'emprunt forcé 1922. — E. Wellhoff L'emprunt forcé allemand Rev. de sc. et de lég. fin 1923. № 1.

G. Lugagne. La dette flottante en Angleterre de 1870 à nos jours. 1910.— Stiefelzieher Entw. d. engl. öff. Kredits F. A. 1927 I. — I. Hollander War borrowing 1919.—Anderson Effects of the war. in the U. S. 1919.

Ch. Rist Les finances de guerre de l'Allemagne 1921. — W. Prion Die Finanzen des Reiches Hdb. d. Politik IV. H. Fisk French public finance 1922. — E. Respondek Steuer-und Anleihepolitik in Frankreich während des Krieges 1918. — Jèze, o. c. II и ст. „La dette publique de la France de 1786 a 1926“ в R. de science et de lég. fin. 1927, № 3.

ГЛАВА III

РЕАЛИЗАЦИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЗАЙМОВ

§ 13. Способы заключения займов.

Государство может заключать займы: 1) путем договоров с отдельными капиталистами или банками, 2) путем непосредственной публичной подписки, 3) постепенной продажей облигаций на бирже, через сборщиков податей, через банки, или, 4) наконец, путем записи в книгу государственного долга. Выбор способа заключения займа определяется как общими экономическими условиями каждой страны и эпохи, так и состоянием эмиссионной техники в данный момент.

Первая форма была единственной в раннюю эпоху государственного кредита, да и теперь наблюдается в государствах с неокрепшим кредитом, а при внешних займах—во всех государствах, обращающихся к банкам или к банковым консорциумам для реализации их. При этой форме банк или консорциум берет на себя всю ответственность по займам, являясь, по словам Леруа-Болье, страхователем и дисконтером государства. Ему приходится искать капиталы, он может открыть публичную подписку, но от своего имени. Займы заключаются путем уступки банкам по твердой цене или с торгов. При торгах государство может благодаря конкурренции банков обеспечить себе наиболее выгодные условия; однако, и при первой системе, как правильно замечает Дюфло, прежде чем заключить договор с одним банком, правительство ведет переговоры с другими, так что и здесь не исключена конкурренция. Займы у бан-

ков имеют то преимущество, что они обеспечивают государству всю требуемую сумму, которая тотчас поступает в его распоряжение, и притом точно учитывается эмиссионный курс благодаря знакомству банкиров с условиями рынка. Но зато банкиры получают выгоды на курсовой разнице и комиссионные, часто очень значительные. По реализации займа государство становится само лицом к лицу к непосредственным держателям облигаций, задача банка исполнена. Впрочем, существует редко встречающаяся форма—так наз. trust investment, при которой банки и после реализации займа остаются непосредственными кредиторами государства-должника и должниками держателей бумаг.

Крупные займы современных государств превышают силы отдельных банков и требуют об'единения их в синдикаты или консорциумы, позволяющие эмиттировать займы на миллиардные суммы и значительно ограничивающие взаимную конкурренцию банков. Такие консорциумы образуются на основании предварительного соглашения между несколькими банками, из которых один, являющийся представителем всего консорциума, берет на себя выпуск облигаций и ведение всей операции. Подготовляя эмиссию, консорциум зорко следит за состоянием рынка, часто принимает ряд искусственных мер для поддержки курсов, пользуясь влиянием на биржах разных государств. По наступлении подходящего момента он выступает на биржах с проспектами займа, добивается разрешения котировки, т.-е. допущения бумаг на биржу, и предпринимает усиленную агитацию в прессе. Обычно, он сдает банкам и маклерам определенное число облигаций по твердой цене, обеспечивая себе таким образом при реализации займа значительное число заинтересованных в его успехе капиталистов. Если он заинтересован в дальнейшем курсе облигаций, то сохраняет нередко у себя значительные пакеты их, иногда скупает на рынке облигации (интервенционные покупки) и принимает другие меры к поднятию их курса. Являясь монопольным посредником по заключению займа между государством и широкой публикой, консорциумы могут производить строгий выбор между солидными и сомнительными займами; имея широкую сеть филиалов, они спо-

собствуют распространению займов—в этом их положительные стороны. Но несомненно, что власть их в современном экономическом мире имеет опасные стороны: они могут диктовать свои условия государству, стремящемуся как можно быстрее реализовать заем, они стягивают сбережения страны и направляют их по своему усмотрению, часто не в интересах народного хозяйства. Особенно резко это явление обнаруживается во Франции, где финансовая олигархия банков всемогуща. Контроль над ними при современных условиях в капиталистических странах трудно осуществим и часто сводится к нулю.

Публичная подписка, организуемая самим государством, признается многими более выгодной формой заключения займов в виду отсутствия посредников, а также в виду того, что заем сразу размещается в руках мелких капиталистов-рентьеров. Эта форма способствует популяризации кредита и демократизации его. Нужно сказать, однако, что приведенные преимущества несколько преувеличены, так как в капиталистических странах и при публичной подписке бо́льшая часть займа непосредственно попадает в руки банкиров и банков, подписывающихся на крупные суммы и затем сбывающих облигации рентьерам. Правда, государство может при подписке давать льготы мелким подписчикам; если подписка превысила сумму займа, то последние получают облигации на всю сумму, на которую подписались, тогда как более крупные подписчики подвергаются разверстке. Но и тут возможен обход: крупные подписчики могут воспользоваться услугами подставных лиц—фиктивных подписчиков; что касается выгоды на курсе, она большей частью оказывается фиктивной, так как правительство обычно менее осведомлено, чем банкиры, об условиях денежного рынка, и министры финансов чаще грешат в сторону превышения эмиссионного курса над рыночным. С целью избежать слишком низкого курса при публичной подписке, многие предлагают комбинацию обоих систем — публичной подписки и уступки с торгов: государство об'являет минимальный эмиссионный курс, но при разверстке отдает предпочтение предложившим более высокую цену за облигации. Таким образом, государство не рискует реализацией займа, а, с другой стороны, конкур-

ренция подписчиков приводит к наиболее выгодным условиями. Эта система—tender system, souscription-adjudication—применяемая в Америке, а по отношению к векселям казначейства и в Англии, рекомендовалась Леруа-Болье и Леоном Сэ, как наиболее удачное решение дилеммы. Но она предполагает знание рентьерами денежного рынка и инициативу с их стороны, редко наблюдаемую в широкой массе обывателей. Поэтому, она не получила развития в континентальной Европе. Большинство крупных займов заключалось или по твердой цене, или путем уступки с торгов консорциумам, бравшим на себя гарантию реализации. Дюфло называет эту систему adjudication-souscription.

Третья форма заключения займов — постепенная продажа облигаций на бирже или через посредство сборщиков податей и других агентов фиска: не прибегая к сложному аппарату публичной подписки, государство понемногу в удобные моменты размещает облигации. Эта система, называемая французами Système du robinet, возможна лишь для небольших займов мирного времени. Она предполагает прочно установившийся кредит, привычный тип займов и обилие денежных капиталов, поэтому чаще всего к ней прибегала перед войной Франция. При крупных займах она может лишь служить дополнительным средством размещения, наряду с уступкой главной части банкирам. К указанной форме прибегает Англия при продаже через посредство Английского банка обязательств казначейства.

Близко примыкает к описанной форме заключения займов запись в государственную долговую книгу и выдача именных свидетельств кредиторам. Под книгой государственного долга разумеют именной реестр кредиторов государства с обозначением срока и суммы долга каждого из них. В Англии и Франции записи в долговую книгу были основной формой государственного кредита; они вообще преобладали в странах, где государственный кредит достиг значительного развития в раннюю эпоху, когда ценные бумаги на пред'явителя еще не существовали. В Англии книга государственного долга появилась почти одновременно с созданием Английского банка, т.-е. в конце

XVII века, но современный характер она получила в 1834 г. с передачей банку заведывания государственными займами. При подписке на заем взносы поступают в банк, который записывает их в счет данного кредитора; особые „дивидендные“ книги служат для записи уплаченных процентов, а продажа капитальной суммы происходит путем трансферта. С 1863 г. на основании запаси в книгу выдаются облигации на пред'явителя.

Во Франции книгу государственного долга мы встречаем еще при старом режиме—при Калонне, а во время революции в 1793 г. Камбон создал Grand livre de la dette publique, в которую были вписаны все кредиторы государства, причем обязательства, выданные при старом режиме от имени короля, заменились обязательствами республики. Впоследствии, наряду с главной книгой, в целях децентрализации долга, появились департаментские, но с 70-х годов, благодаря развитию чекового обращения и легкости записи в главной книге, департаментские книги стали исчезать. Уже в первой половине XIX века стали выдавать свидетельства на пред'явителя, представлявшие выпись из долговой книги, а при Наполеоне III появилась смешанная рента, состоявшая в том, что капитальная сумма долга была записана в книгу, а на получение процентов выдавалось удостоверение на пред'явителя. По образцу французской системы созданы бельгийская и итальянская книги государственного долга. В Германии именные записи в книгу государственного долга—Buchschulden — появились только в 80-х годах, сначала в Пруссии, Саксонии и прочих государствах, а с 1891 г. в Империи. Правительство стало поощрять эту форму кредита в целях размещения государственного долга в твердых руках мелких держателей, и значение их перед войной усиливалось: они составляли около $^1/_3$ реализованного в 1910 г. займа. В Соединенных Штатах применяется система, противоположная французской: в долговую книгу записываются причитающиеся проценты, а на капитальную сумму выдаются пред'явительские облигации. Эта система наиболее целесообразна, так как мобилизация капитальной суммы облегчает переход облигаций из рук в руки, и вместе с тем записанные в книгу проценты получаются без затруд-

нений и формальностей, тогда как во Франции получение процентов обставлено формальностями, а капитальная сумма иммобилизована. В России существовала до революции государственная долговая книга, созданная в 1817 г. при комиссии погашения государственных долгов. В нее вносились имена кредиторов с указанием капитальной суммы долга и получаемых процентов [1]).

§ 14. Техника эмиссии.

Успешная реализация займа заключается в своевременном получении необходимых государству средств без чрезмерного напряжения денежного рынка и в размещении (classement) облигаций в твердых руках держателей, помещающих в них свои сбережения. Мы видели выше, что для мелких займов наиболее целесообразна и вполне достаточна постепенная продажа облигаций на бирже или через центральный эмиссионный банк. В Англии эта система непрерывного кредитования—continuous or day by day borrowing—была предложена в 1916 г. Дрюммондом Фразером и успешно применялась в течение 2-х лет, чередуясь с системой продажи с торгов [2]). Многие американские экономисты [3]) рекомендуют прибегать к ней и для более крупных займов, рассрочивая взносы подписчиков по облигациям займов на определенные, например, месячные промежутки: такие instalment loans, по мнению проф. Голландера, позволяют избегать напряжения денежного рынка в момент подписки.

Но даже при постепенной продаже обязательств государственного долга, а тем более при очень крупных займах, необходимо содействие банков—центрального эмиссионного, коммерческих, депозитных и других кредитных учреждений. Чем больше величина займа и чем напряженнее денежный рынок, тем многочисленнее привлекаемые государством кредитные учреждения. Англия может ограничиваться услугами Английского банка; Франция и другие континентальные государства прибегают в широкой мере

[1]) Св. Зак. Т. XI, Уст. Кредитный, Разд. I, гл. 3 и Бржеский, стр. 182.
[2]) См. Dr. Fraser Banker's Magazine 1927 I, Gibson, o. c., Bogart.
[3]) Hollander War borrowing, ch. VI: the future.

к депозитным и другим банкам; в Соединенных Штатах крупную услугу во время минувшей войны оказала централизованная система резервных банков, которые служили фискальными агентами казны и посредниками между ней и многими тысячами прочих банков страны. В России при выпуске займов во время минувшей войны, кроме Государственного банка, акционерных коммерческих, банкирских контор и сберегательных касс, были привлечены также общества взаимного кредита, дворянские и крестьянские банки, учреждения мелкого кредита, казначейства и даже городские и земские управы.

Публичная подписка. Для успеха публичной подписки необходима широкая агитация в прессе и другие формы рекламы, получившие особенное развитие во всех государствах в минувшую войну: плакаты, афиши, специальные сборники, лекции, концерты знаменитых артистов, кинематографы—всеми мерами пользовались для привлечения публики к займам. Но, пожалуй, наиболее широкую и разнообразную агитацию развила в этом отношении в последние годы Советская власть.

Подписка на заем происходит обычно в банках, реже—в учреждениях финансового ведомства.

Срок подписки устанавливается весьма краткий — несколько дней, но во время войны его пришлось в ряде стран удлинить. Чем обширнее военные займы, писал Мукосеев [1]), тем интенсивнее должна быть мобилизация сбережений и длиннее период для успешного проведения этой операции. В России сроки постепенно удлинялись: для официальной подписки с 2 до 60 дней, для неофициальной—с 5 до 11, а для сберегательных касс и учреждений мелкого кредита сроки были удлинены даже до 92-х дней. У нас недавно еще подписка растягивалась на многие месяцы, теперь она происходит гораздо быстрее.

Разверстка требуется в том случае, если сумма подписки превышает установленную предельную сумму займа. Заграницей и у нас бывали случаи покрытия суммы займа в несколько раз. Выше уже было указано, что в этом случае отдается предпочтение мелким подписчикам, получаю-

[1]) Ст. Военные займы России в сборн. „Военные займы“, стр. 158.

щим облигации на всю сумму подписки. Указанная льгота делается не столько по социальным или филантропическим соображениям, сколько в виду того, что мелкий подписчик, помещающий в облигации свои сбережения, а не временно свободные средства, держит их прочно в своих руках и не роняет их курса на бирже внезапным усиленным предложением. Купюры облигаций не должны быть очень велики, если хотят привлечь этих мелких подписчиков. Правда, чересчур мелкие купюры, какие наблюдаются теперь у нас в крестьянских займах, подчас не оправдывают расходов, но общая тенденция понижения размера купюр наблюдается даже в такой богатой стране, как Англия. Валютой, в которой обозначается сумма долговых обязательств, нормально является валюта государства-должника, но иногда государство принимает на себя обязательство уплаты по займу в золотой валюте или золотом. Такие обязательства встречаются чаще при внешних займах, но иногда и при внутренних. В этом случае имеется в виду обеспечить иностранных кредиторов от обесценения валюты, причем устанавливается „законный паритет“ между туземной и иностранной валютой. Обязательства уплаты по долгам золотом или по курсу золота обычно имеет место в государствах с недостаточно прочным кредитом и валютой, как Италия, Испания. К законному паритету прибегала и до-революционная Россия. Единственное государство с прочным кредитом и валютой, включающее в условия займов указанную оговорку, это—Соединенные Штаты.

Сроки оплаты подписной суммы бывают весьма разнообразны. Если эмиссия не апеллирует непосредственно к оборотным средствам народного хозяйства и ставит себе задачей мобилизовать главным образом наличный капитал и непродуктивно лежащие сбережения частных лиц и хозяйств, то период рассрочки естественно сокращается (Мукосеев). Но во время и после войны, когда вовлекались в значительных размерах оборотные капиталы, сроки оплаты значительно удлинились для тех займов, которые не были уже антиципированы, где подписная сумма не вносилась бонами или облигациями прежних займов. Подобная рассрочка взносов имела целью не только облегчить подписку на займы, но и предупредить чрезмерное напряжение де-

нежного рынка. В тех же целях облегчения подписки устанавливаются весьма льготные условия при выдаче ссуд под залог облигаций государственными кредитными учреждениями и при хранении этих облигаций. Такие льготы давались и у нас до войны, но в особенности во время войны: залоговые цены наших военных займов колебались от 85% до 90% номинала, подписчик доплачивал таким образом только разницу в 10—15 рублей. Наибольшего развития подобные ссуды приобрели в Германии, где „ссудные кассы“ ссужали промышленников под залог облигаций государственных займов, а „военно-кредитные банки“ ссужали подписчиков под обеспечение товарными документами и другими ценными бумагами. Такие меры создавали фиктивный успех займов, скрывавший растущие финансовые затруднения от военных противников, но приносили в государственное казначейство мало новых сбережений („argent frais“).

§ 15. Условия займов. Проценты и эмиссионный курс.

Единство или разнообразие типов? Во многих странах стремились к унификации государственного долга путем создания одного или немногих типов займов. Мотивом в пользу ее служит предпочтение, оказываемое биржами типичным бумагам, выпускаемым на большие суммы, привычным для держателей, имеющим поэтому обширный рынок и служащим удобным об'ектом для биржевой торговли. Такая унификация приводит к простоте и ясности расчетов. В истории государственного кредита мы встречаем примеры очень удачных и целесообразных унификаций, например, английских долгов в 1787 г., русских займов в эпоху конверсии Витте, итальянских займов в начале XX века. Однако, поспешная унификация приносит часто вред. В пользу разнообразия займов выдвигаются Жэз'ом, Леруа-Болье и другими, преимущественно, французскими писателями весьма серьезные доводы: различное назначение займов, наличность разных категорий кредиторов, из которых одни предпочитают высокий процент, другие устойчивость дохода, третьи возможность быстрой реализации бумаг; все это побуждает выпускать

несколько типов займов, из которых каждый имеет свой круг держателей. Такое разнообразие типов облегчает конверсии по сравнению с миллиардными займами единого типа, хотя нужно сказать, что можно разбить крупный заем на несколько частей и производить конверсию каждой в отдельности [1]). Леруа-Болье утверждает даже, будто разнообразие займов обеспечивает их устойчивость, что несколько сомнительно. Вообще, нельзя установить на этот счет абсолютных правил. Минувшая война значительно усилила разнообразие государственных долгов, и любопытно, что дальше всего в этом направлении пошли страны, в которых долг был до войны наиболее унифицирован. Англия отказалась от своих традиционных консолей, а Франция первые годы войны не выпускала рентных займов, а прибегала к краткосрочным облигациям национальной защиты и другим формам.

Условия займов. Процент по займам может устанавливаться сразу на весь срок или подлежать изменениям: понижению (автоматическая конверсия), дополнительной прибавке в течение нескольких лет или повышению. Сверх процента кредитор может получать какие-либо дополнительные выгоды: 1) шансы выигрыша, 2) свободу от налогов — фискальный иммунитет, 3) отказ государства от конверсии в течение определенного срока, 4) выгоду при погашении долга, т. е. приплату на капитале и проч. Последняя выгода может заключаться в том, что при погашении выдается некоторая премия сверх номинальной суммы долга, как мы видели в наших прежних выигрышных займах, в английских национальных военных облигациях 1917—1919 г.г. и в других займах, или же разница может получаться при погашении в силу того, что займы выпускаются по курсу ниже номинального, „с учетом". Такие займы называются низкопроцентными, так как процент, уплаченный по ним, ниже среднего рыночного процента, вследствие чего и приходится выпускать их по курсу ниже номинального.

Спрашивается, как определить возможный эмиссионный курс для таких низкопроцентных займов? Действи-

[1]) Так поступают в настоящее время Соединенные Штаты.

тельный процент по займам и вообще по всем процентным бумагам обычно устанавливается на рынке капиталов в зависимости от прочности их помещения, в определенном размере в каждый данный момент. Для того, чтобы определить, сколько может дать подписчик за такую-то облигацию, дающую такой-то номинальный процент, иначе говоря, для того, чтобы выяснить возможный эмиссионный курс займа, необходимы довольно сложные расчеты: нужно высчитать, сколько стóит в данный момент учтенная капитальная сумма, которая будет получена через столько-то лет, и сумма предстоящих в течение данного срока процентных платежей по купонам. Если заем выпускается на сумму 1 из m% на t лет, а рыночный процент в данный момент равен p—то учтенная капитальная сумма равна

$$1 \cdot \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t$$

а учтенная сумма платежей по купонам равна

$$\frac{\frac{m}{100}}{1+\frac{p}{100}} + \frac{\frac{m}{100}}{\left(1+\frac{p}{100}\right)^2} + \dots \frac{\frac{m}{100}}{\left(1+\frac{p}{100}\right)^t}$$

Суммируя эти формулы, мы получаем, что искомая сумма (курс займа) равна

$$\frac{\frac{p}{100} + \frac{m}{100}\left(1+\frac{p}{100}\right)^t - \frac{m}{100}}{\frac{p}{100}\left(1+\frac{p}{100}\right)^t}$$

или, взяв

$$N = \frac{p}{100} \text{ и } C = \frac{m}{100}, \quad X = \frac{N + C\,(1+N)^t - C}{N\,(1+N)^t}.$$

На основании приведенной формулы можно определить реальный чистый процент (net yield), зная уплоченную за облигацию сумму, т. е. зная X, определить N. Например, если срок 20 лет, процент по займу—4%, уплачиваемый по полугодиям (следовательно 40 полугодий по 2%), а эмиссионный курс 95 за 100, то чистая прибыль держателя

(исчисляемая по методу „постепенных приближений“) равна 4,38% [1]).

В пользу низкопроцентных займов в литературе и на практике выдвигались два мотива: 1) единство типа, ради сохранения которого, в случае изменения рыночного процента и понижения курса прежних займов, предпочитали выпускать новые ниже паритета; 2) некоторая выгода на курсе низкопроцентных займов или „психологическая“ надбавка со стороны подписчиков: дело в том, что кредиторы, как мы только что видели, получают при погашении разницу между номинальным и эмиссионным курсом, и чем ближе срок погашения (шансы выхода облигации в тираж при срочно погашаемых займах), тем больше выгода держателя. Если облигация займа, выпущенного по курсу 85, выходит в тираж погашения на другой год после эмиссии, держатель получает, кроме процента по займу, еще $17^1/_2$% на затраченный капитал. Этот шанс высокой прибыли, сближающий отчасти низкопроцентные займы с выигрышными, служит некоторой приманкой, и подписчики иногда готовы дать за облигацию несколько бо́льшую сумму, чем та, которая соответствует вышеприведенной строго математической калькуляции. Однако, большинство экономистов решительно высказываются против низкопроцентных займов. Государство, по их словам, приобретает временную выгоду на проценте ценою увеличения капитальной суммы долга, которая ложится тяжелым бременем на будущие поколения, затрудняет погашение и надолго делает невозможной конверсию, так как для конверсии требуется превышение курсом займа паритета, а при низкопроцентных займах нужно слишком большое падение рыночного ссудного процента, чтобы наступил указанный момент. Правда, покупательная способность денег, как утешают себя сторонники низкопроцентных займов, большей частью падает с течением времени, но иногда происходит обратный процесс, и в таком случае реальное бремя долгов возрастает вдвойне: в силу увеличения номинальной

[1]) См. L. Chamberlain. The principles of bond investment 7 ed N. I. 1926. Part IV: the mathematics and movement of bond prices.—H. Renfer Lehrbuch der polit. Arithmetik 1910, S. 153—63.—И. Кауфман. Основ. расчетов долгосрочных операций, Малишевский и др.

суммы их и в силу повышения покупательной способности денег.

Одним из мотивов низкопроцентных займов, повидимому, были политические соображения, и именно желание скрыть от широкой массы населения действительное состояние кредита и реальную высоту процента по займам. Но главной реальной причиной их являются интересы банкового капитала и его влияние на правительства всех капиталистических стран: банкам и банкирам, несомненно, выгодны низкопроцентные займы, так как они увеличивают амплитуду колебаний курса, их выгоды на эмиссии и на спекулятивных сделках. Излюбленными процентными бумагами на европейских биржах были поэтому не облигации займов государств с прочным кредитом, а займы экзотических государств Южной Америки или балканских государств с весьма низким курсом и часто сомнительными шансами платежа.

Из крупных государств только Соединенные Штаты не заключали низкопроцентных займов, предпочитая платить в первые годы высокий процент, а по миновании нужды быстро погашать и конвертировать долги. В истории английского государственного кредита низкопроцентные займы наиболее часто встречались в бурную эпоху борьбы с революционной Францией и Наполеоном. Так, заем 1793 г. был выпущен из 3% по курсу 72; с 1793 по 1816 г. было заключено займов на 773,7 миллионов, а выручено только 493,6, т. е. на 280 миллионов меньше. Этот метод займов, по словам Бастэбля, был самым темным пятном финансового управления Питта. После 30-х годов Англия предпочитала держаться высокопроцентных займов, и во время минувшей войны процент по займам повышался вместе с рыночным. Однако, после войны, с 1921 г., Англия отступила от этой здоровой традиции, выпуская конверсионные займы значительно ниже паритета или с крупной премией.

Во Франции низкопроцентные займы были традиционной политикой и при старом режиме, и при реставрации, и при июльской монархии, в особенности при Наполеоне, когда курс займов колебался от 58 до 69, а действительная выручка (4,3 миллиарда) была на 2 слишком мд. ниже, чем номинальная сумма выпущенных займов (6,4 мд.). Третья

республика держалась той же вредной системы, выпустив 5-ти-процентные займы 71 и 72 года по курсу $82^1/_2$ и $84^1/_4$%, 3% ренту 86 г. по 79.8 и т. д. Во время последней войны эмиссии ниже паритета были, по словам Жэза, догмой французских министров финансов: 5% рента 1915 и 16 г.г. реализована по 88 и $88^3/_4$, т. е. из 5,73 и 5,71% реальных. В 1917 г. зачем-то перешли к 4% типу и еще более понизили эмиссионный курс—до 68,6 и 70,8, и только в 1919 г. Рибо признал сделанные „ошибки". Но и после этого займы выпускались из процента, далеко не соответствовавшего рыночному, и 5% заем в феврале 1920 г. был выпущен с премией в 50% при выкупе. Только в октябре 1920 г. французское правительство отступило от этой злополучной традиции, выпустив 6% заем al pari. Та же политика наблюдается в течение всей истории кредита в Италии: с 60-го по 70-й г.г. она заключила долгов на 5.862 милл., а выручила 2.691 милл.; таким образом, потеря на капитале составила 3.161 милл. Военные займы 1914—1918 г.г., правда, выпускались по курсу 93—95.

Русские займы в 19 в. были в громадном большинстве случаев низкопроцентными, свидетельствуя о подчинении финансового ведомства иностранным и туземным банкирам. Так, например, 5% Гурьевские займы у Беринга и Гоппе и у Ротшильда были уступлены по 72 и 80, а реальная выручка составила 68,3 и $77^1/_2$ номинальной суммы долга. Скандально низок был эмиссионный курс выпущенного накануне созыва Государственной Думы займа 1906 г. (выручка составила 80,5 номинальной суммы займа, т. е. 670,5 милл. вместо 843 милл.) и $4^1/_2$% займа 1909 г., давшего 439 милл. вместо 525.

§ 16. Освобождение облигаций государственных займов от налогов.

Фискальный иммунитет, как мера для привлечения капиталов в государственные займы, играл и играет до сих пор в ряде стран весьма серьезную роль. Государственные займы освобождаются от всех налогов или только от реальных налогов, напр., от налога на доходы от денежных капиталов или на переход их из рук в руки. Льгота может быть дана на определенный срок или чаще на неопреде-

ленное время. Подписчики и биржа учитывают податную льготу. Так, например, 3% облигации Общества французских северных железных дорог, выпущенные в Бельгии, котировались на бирже значительно выше (на 11—31 франк), чем выпущенные во Франции и подлежавшие 4% налогу. Разница, очевидно, об'яснялась в значительной мере капитализацией налогов, хотя несомненно на нее влияли и другие факторы, что доказывается значительной амплитудой колебаний. Защитники льготы доказывают, что высокий курс освобожденных от налогов займов позволяет скорее конвертировать их, чем равнопроцентные им займы, подлежащие обложению. Кроме того, высокий курс их влечет за собой повышение курсов всех других фондов.

Однако, все эти доводы — самообман. Государство выгадывает на курсе займов не больше, а чаще всего меньше, чем теряет на налоге, даже в том случае, если льгота ограничивается определенным реальным налогом и небольшим сроком: биржа и подписчики почти никогда не учитывают всей капитализованной стоимости льготы. Если же иммунитет распространяется на все налоги и, в частности, на общеподоходный, то невозможность точного учета получаемой держателем выгоды не позволяет полностью уравновесить ее повышением курса займа. Если облигаций мало и их покупают только состоятельные лица, то они склонны высоко оценивать фискальный иммунитет, так как они платят высокие ставки подоходного налога. Но с увеличением суммы займа приходится обращаться к менее состоятельным слоям населения, для которых выгода податной льготы менее значительна, и, следовательно, приходится предлагать им более высокий процент по этим займам. Но в таком случае богатые плательщики подоходного налога, которые готовы были получать меньший процент в виду освобождения облигаций от налога, выгадывают на разнице или, как выражается один американский писатель [1]), получается что-то вроде „потребительской ренты“.

Если, например, средний рыночный процент равен 5, то лицо, подлежащее 40%-ой ставке подоходного налога,

[1]) W. H. Rowe. Burden of tax exemption of government bonds. The amer. econ. review Dec. 1926.

готово получать по займу, свободному от налога, 3%, но таких лиц мало. Если пришлось обратиться к широкой массе держателей, и предельные держатели подлежат 10%-ной ставке, то свободный от обложения заем, равноценный 5%-ному займу, подлежащему налогу, должен давать не менее $4^1/_2$% реального дохода. Но в таком случае высшая категория держателей выгадывает на этом займе, получая вместо 3%—$4^1/_2$%. То, что выгадывают эти богатые держатели, теряет правительство.

Правда, этот теоретический вывод на практике не всегда оправдывается, так как государственные займы вообще приносят меньший процент, чем облигации частных обществ; держатели, как выше сказано, никогда не учитывают точно податной льготы, тем более, что доход от денежных капиталов редко показывается в декларациях. Но все-таки движение курсов займов во всех странах обнаруживает зависимость между податной льготой и ценою облигаций: в Соединенных Штатах, например, произошло резкое повышение курсов освобожденных от налога займов при повышении ставок подоходного налога в 1917-18 г. г. и понижение их после 1920 г. параллельно с понижением ставок подоходного налога.

Но самое главное возражение против податного иммунитета заключается в возможности дальнейших изменений ставок налогов: когда налоги растут, держатели свободных от них облигаций получают от государства подарок, так как будущие изменения не могли быть учтены в момент эмиссии. Рост других фондов под влиянием роста курса свободной от налога государственной ренты не может служить доводом в пользу иммунитета, так как имеет место и при обложении ренты. Поэтому нельзя не согласиться с почти единодушным выводом писавших по данному вопросу экономистов о нежелательности указанной льготы и о необходимости ограничительного ее толкования, если она введена.

В истории государственного кредита вплоть до минувшей войны наблюдалась в государствах с солидным кредитом тенденция к сокращению иммунитета. Во Франции, при старом режиме, большинство займов освобождалось от прямых налогов, но подлежало особому 10%-ному сбору

с денежных доходов — retenue, введенному в 1764 г. Во время революции конституанта решительно высказалась против этого специального обложения, но она, вопреки настояниям Мирабо, считала необходимым обложение рентьеров общими налогами наряду с другими гражданами. И в конвенте сторонники обложения ренты восторжествовали. Впрочем, при обесценении ассигнатов для рентьеров было довольно безразлично, облагались ли их падавшая в цене рента или не облагалась. В 1872 г., когда был введен налог на доход от денежных капиталов, рента была освобождена от нее, что представляло, по словам Жэза, подарок рентьерам за счет плательщиков налогов. В пользу этого освобождения приводились обычные, выше опровергнутые уже, соображения.

Леруа-Болье, являющийся противником иммунитета вообще, оправдывал его в данном случае предстоявшими крупными займами и надеждой на возможность скорой конверсии. Но в таком случае лучше было бы вместо льготы предложить более высокий процент, что еще более ускорило бы конверсию. Единственным оправданием льготы могло быть преувеличенное представление биржи о предстоящих высоких налогах; возможно, что после франко-прусской войны такие опасения имели место и побуждали ради успеха займов освободить их от обложения.

В дальнейшей истории, в связи с проектами общеподоходного налога, постоянно раздавались требования привлечения к нему и ренты. Но они наталкивались на упорное сопротивление, а если рента включалась в число об'ектов проектированного налога, как в проекте Кайо, то это вело к провалу проектов. В настоящее время рента освобождается от шедулярного налога с денежных капиталов и, повидимому, несмотря на отсутствие льготы в отношении глобального подоходного налога и наследственного, значительная часть держателей „толкует льготу распространительно“ и в декларациях не показывает доходов от ренты.

Англия освобождала в XVIII в. государственные займы от land tax и др. налогов, но в первом же законе об общеподоходном налоге рентьеры были подвергнуты ему. Во время минувшей войны правительство отклоняло все пред-

ложения освободить военные займы от налогов. Только „военно-сберегательные сертификаты“ были свободны от налога; кроме того, мелким подписчикам, а с 1917 г. всем зарегистрированным подписчикам проценты выдавались без учета подоходного налога, но эти проценты не исключались из общей суммы дохода, если подписчик подлежал налогу; после войны вернулись к обычному порядку взимания налога путем вычета при уплате процентов, за исключением именных записей до 5 фунт. ст. в почтовых учреждениях, а в 1920 г. и эта льгота была отменена в виду замеченных злоупотреблений. В 1917 г., однако, была создана специальная категория свободных от подоходного налога 4%-ных национальных военных облигаций, выпущенных наряду с 5%-ными, подлежащими обложению; таким образом, податная льгота компенсировалась понижением процента.

В Италии закон 1861 г. о большой долговой книге запрещал специальные налоги с облигаций государственных займов, но это не помешало подвергнуть их общим для всех капиталов налогам. В 1894 г. правительство пошло дальше и подвергло государственные займы даже более высокому обложению, чем прочие денежные капиталы, что было уже нарушением провозглашенного в 1861 г. принципа. Но ряд дальнейших конверсий освободил большую часть долгов от подоходного обложения за соответственное понижение процента. Во время минувшей войны возобладал принцип податного иммунитета, но последний не распространяется на личные налоги — глобальный подоходный, чрезвычайный поимущественный и семейный.

В Соединенных Штатах вопрос об освобождении государственных займов вызвал много споров. В 1913 г., когда был введен федеральный подоходный налог, облигации федеральных займов были освобождены от основного налога. Во время войны правительство освободило облигации 1-го займа от всех налогов, за исключением наследственного. При 2-ом займе иммунитет уже не распространялся на дополнительный прогрессивный подоходный налог и налог с военных прибылей. Дальнейшие займы подлежали тем же льготам. Проф. Селигман и многие другие экономисты указывали на чрезвычайную сложность и запутанность указанных льгот, на крайнюю неравномерность их, и именно

особую выгоду для крупных плательщиков подоходного налога, и на непредвиденные подарки держателям, создаваемые повышением ставок обложения. Свобода займов отдельных штатов и местных союзов от федерального обложения побуждает капиталистов помещать в них свои капиталы, уклоняясь таким путем от высокого подоходного налога; ценность таких свободных от обложения бумаг достигала в 1921 г. 11 мд. долларов. Поэтому министр финансов Меллон предложил поправку к конституции, запрещающую выпуск займов, свободных от налогов. Но эта поправка до сих пор не прошла, а в настоящее время понижение ставок подоходного налога несколько ослабило остроту вопроса. В истории русского государственного кредита податной иммунитет не привлекал к себе внимания, пока не появилось в 80-х годах обложение денежных капиталов особым налогом. Тогда отдельные займы стали тоже освобождаться от указанного налога.

Мы видим, таким образом, что фискальный иммунитет получил широкое применение во всех странах, особенно в минувшую войну, несмотря на серьезные возражения и порицания со стороны представителей финансовой науки: слишком сильно влияние банков и рентьеров на кредитную политику государств.

§ 17. Условия, определяющие высоту процента и курса.

Эти условия надо искать прежде всего в рыночной конкурренции капиталов на стороне спроса и на стороне предложения. В отношении спроса на капиталы государство, выпуская свои займы, конкуррирует с другими государствами, с местными органами, с акционерными компаниями, с землевладельцами и другими хозяйственными суб'ектами, ищущими денег. Так, например, иностранные займы часто составляют серьезную конкурренцию туземным на таких международных денежных рынках, как лондонский или парижский; в федеральных государствах, как Германия и Соединенные Штаты, займы отдельных государств, входящих в федерации, конкуррируют с займами последних, и эта конкурренция вредно отражается на курсе всех

бумаг вследствие частоты их и разнообразия условий, на которых они выпускаются. Коммунальные займы служили в Германии очень серьезным элементом конкурренции, так как там коммунальный кредит децентрализован, раздроблен; так, напр., в 1902 г. на берлинской бирже котировались коммунальные облигации 189 городов. Во Франции и Англии коммунальный кредит не является конкуррентом государственному, так как он в значительной степени централизован во Франции в руках Crédit foncier, а в Англии — в особом правительственном учреждении—Public works loans board, принимающем на себя реализацию местных займов на производительные цели.

В Германии большую роль играла конкурренция ипотечного кредита: ипотечные бумаги, пользующиеся правовыми привилегиями, имеют большой успех в Германии, тогда как во Франции, где собственность раздроблена, земельная задолженность невелика и сосредоточивается в руках нотариусов, ипотечные бумаги не играют роли на бирже и конкурренции государственным займам не составляют.

Но главной причиной высокого процента по займам в Германии, столь смущавшего немецких экономистов перед войной, была конкурренция промышленных бумаг, об'яснявшаяся быстрым промышленным развитием страны и значительным спросом на капитал со стороны индустрии.

Нужно, впрочем, заметить, что конкурренция промышленных бумаг, и именно дивидендных, составляет везде характерную черту нынешнего века. Процентные фонды, в частности государственные займы, не являются уже исключительным помещением капиталов широкой обывательской массы: рентьер стал стремиться к большей доходности помещения своего капитала, хотя бы она была связана с некоторым риском; он стал смелее — его не пугает уже акция. Эта перемена в психологии рентьера отчасти об'ясняется вздорожанием жизни и сокращением реального дохода в начале нынешнего века, а с другой стороны тем, что повышение цен товаров увеличивало цену продукции промышленных предприятий, а следовательно, высоту дивидендов и курса дивидендных бумаг, тогда как доходность

процентных бумаг оставалась неизменной, а следовательно, реальная доходность их падала [1]).

Другим моментом, определяющим курс и процент государственных бумаг, являются политические причины — войны и вызываемые ими расходы, революции и другие события, отражающиеся на политическом строе и на доверии держателей к его устойчивости. Политический момент играет, конечно, главную роль в бурные эпохи революционных потрясений или непосредственно во время войны; в мирное время политическая жизнь сравнительно мало влияет на уровень процента, который главным образом определяется экономическими условиями, т.-е. общими условиями рынка и вышеуказанной конкурренцией других бумаг. Однако, и в мирное время долго сказываются последствия войны. Хотя с окончанием войны курсы займов постепенно выравниваются, но государства спешат использовать это улучшение курса для консолидации текущих долгов или для новых производительных займов. Таким образом, повышение курса косвенно ведет к новым займам, понижающим его, или, как выражается М. И. Боголепов, „понижательное движение является результатом повышательного“.

В истории государственного кредита, начиная с XIX века, мы можем наблюдать следующие периоды в изменении курсов: во время наполеоновских войн процент всюду, особенно в центральной Европе, повышается, а курс понижается; затем, с наступлением мира с 1815 г. до середины 40-х годов, мы наблюдаем длительное улучшение кредита и повышение курсов, удачные конверсии, а кое-где и погашение займов. Третий период, с 40-х по 70-е г.г., характеризуется войнами, революциями, начиная с французской 48-го г., а также постройкой жел. дорог; все эти причины, политические и экономические, ведут к повышению процента. С 70-х по 90-е г.г. процент снова понижается, курсы растут, обширные конверсии происходят в Англии, во Франции и Германии. Максимального уровня курсы достигли в середине 90-х годов. Но с тех пор началась понижатель-

[1]) P. Wallich. Beitrage zur Geschichte des Zinsfusses von 1800 bis zur Gegenwart. I. f. N—Oek. u. St. 1911, Sept. и М. Боголепов. К вопросу о понижении государственных фондов заграницей и в России. Вестн. Фин. 1911 № 51—2.

ная тенденция, наблюдаемая во всех странах, и об'ясняемая как вышеуказанной конкурренцией фондам со стороны дивидендных бумаг, так и рядом войн, начиная с англо-бурской, и революционными движениями на всем юге Европы. Война 1914 — 1918 г.г. привела к такому росту задолженности, пред которым бледнеют все предшествующие эпохи, и к резкому повышению процента в воевавших государствах и в ряде нейтральных. В Соединенных Штатах реальный процент повысился с $3^1/_2$ до $5^3/_4$% реальных в 1921 г., но затем стал быстро падать. В Англии он повысился с $3^3/_4$ до 6% реальных. Если в Германии и в России реальный процент был сравнительно невысок — менее 6%, то это об'яснялось только тем, что с прекращением размена и бумажно-денежной инфляцией имелся излишек денежных знаков, и вследствие этого искусственного обилия денег увеличилось их предложение, понижавшее процент. Но как только страны Европы стали переходить к твердой валюте, сразу обнаружилось, насколько война истощила их капиталы: процент по государственным займам достиг значительно бо́льшей высоты.

Государство может прибегать для поддержки курса своих займов к мерам принудительного характера, наряду с теми мероприятиями, которые доступны частным эмитентам: оно может оказывать своим кредиторам ряд льгот по сравнению с займами частных лиц, освобождать свои облигации от налогов и гербовых сборов, предоставлять им преимущественные права по залогу в государственных кредитных учреждениях, выдавать ссуды под облигации государственных займов на бо́льшую долю их стоимости, чем под частные бумаги. Оно может также искусственно усиливать спрос на государственные займы, возлагая на кредитные или страховые общества обязательство держать свои запасные капиталы частью или полностью в государственных бумагах. В Соединенных Штатах особенно содействовало понижению процента по государственным займам то обстоятельство, что национальные банки должны были до реформы 1919 г. обеспечивать выпуск банкнот депонированием на соответственную сумму в государственном казначействе облигаций государственных займов. Наконец, государствен-

ные сберегательные кассы способствовали во Франции и в России размещению государственных займов, стягивая в них мелкие сбережения. С другой стороны, государство может косвенно воздействовать на курс своих займов путем ограничений, установленных для помещения капиталов в другие бумаги, напр., путем запрещения или ограничения котировки иностранных займов или более высоких налогов или сборов с них. Так, напр., Англия после войны не допускала иностранных эмиссий (эта мера уже отменена).

Литература: Wallich. Beiträge zur Gesch. d. Zinsfusses. IfN — Oek. u. Stat. 191[illegible]. Leroy-Beaulieu II, ch. 7—11. — Jèze Cours La technique du crédit public (1924): ch. II (p. 50—138) — Immunitè fiscale; ch. V (139—223)—monnaie de payement, ch. VII — modes d'emprunt. R. Duflot Des procédés d'emission suivis dans les emprunts d'état les plus récents. 1908. — W. Lotz Technik des Emissionsgeschäfts 1890. — R. Chamberlain The principles of bond investment N. I. Hollander. War borrowing. — Мукосеев. Цит. ст. E. Milhaud L'imposition de la rente 1908. —W. Rowe. Burden of tax exemption. Am. econ. rev. Dec. 1926.—E. Kimmich. Die Ursachen des niedrigen Kursstandes deutscher Staatsanleihen. Münch. volksw. Studien № 77 (190[illegible]).— O. Schwarz. D. Kurse d. deutschen Reichs- u. Staatsanleihen 1911.—Ст. Lansburgh'a (Die Bank 1911 № 11, 1912 № 9—10), G. Cohn'a (Bank-Archiv 1912), доклады на с'езде банкиров 1912. — Wolf Vorschläge zur Hebung deut. Staatsanleihen 1911 и сл. д.

ГЛАВА IV

КОНВЕРСИИ И ПОГАШЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ДОЛГОВ

§ 18. Понятие, задачи и значение конверсий.

Конверсией называется всякое изменение условий государственных займов—замена одного типа займа другим или, иначе говоря, погашение одного долга и создание другого. Конверсии могут быть принудительными или добровольными. Принудительные конверсии, столь часто встречавшиеся во Франции при старом режиме и в других странах, представляют собой в сущности особую форму частичного банкротства и в настоящее время почти исчезли из финансовой практики. Добровольная конверсия может быть обязательной или факультативной. Под обязательной мы понимаем такую, при которой кредитору предлагается принять новые условия займа или получить обратно долг; обязательность заключается в том, что он должен согласиться на предлагаемые изменения или отказаться от договора, но ему предоставлено право выбора, и права его не нарушаются. При факультативной конверсии кредитору предоставляется право либо сохранить прежний процент, либо согласиться на изменение его, но разумеется, с компенсацией в виде увеличения капитальной суммы долга: кредитор выгадывает на капитале, теряя на проценте. Но если эта комбинация для него выгодна, то такая факультативная конверсия редко представляет выгоду для государства, так как увеличение капитальной суммы долга ложится бременем на будущие бюджеты. Вообще, наиболее желательным типом конверсий являются обязательные конверсии.

Задачи, которые преследуются при конверсиях, бывают различны. Наиболее обычной целью их является облегчение долговых платежей; наряду с ней часто преследуется унификация государственного долга, как это имело место у нас при Витте, в Англии при Гошене, или консолидация текущих долгов—большинство нынешних послевоенных конверсий в Англии, Соединенных Штатах и др. государствах. Наконец, в течение минувшей войны конверсионные операции производились в целях поддержки курса прежних займов: при подписке на новые займы принимались не только наличные деньги, но и облигации предыдущих займов и даже часто по курсу, несколько превышавшему их рыночный курс. Делалось это отчасти в интересах старых кредиторов, терявших на курсе своих облигаций при заключении новых более высокопроцентных займов, отчасти с целью предупредить усиленное сбрасывание старых займов на бирже, которое вредно отразилось бы на частном и государственном кредите и на эмиссионном курсе новых займов: некоторой жертвой в пользу держателей старых займов покупались лучшие условия для новых.

Спор о праве конверсий. Рентьеры обычно протестуют против конверсий потому, что они большей частью сокращают их доход, а также потому, что они лишают его устойчивости, составляющей для массы мелких держателей главную приманку государственных фондов. Противники конверсий приводят „моральные“ возражения—несправедливость понижения процентов в отношении кредиторов, пришедших на помощь государству в трудную минуту; указывают также, что частые конверсии ведут к неуверенности в постоянстве дохода и вследствие этого отражаются на курсах государственных бумаг; наконец, ополчаются против досрочного погашения государственных долгов, связанного с конверсиями.

Вопрос о праве конверсии тождествен с вопросом о праве досрочного погашения: если должник имеет право погасить долг до срока, то он может и предложить кредитору изменение условий займа. Относительно рентных займов, в которых государство оставляет за собой право погашения в любой момент, казалось бы, не может

быть спора и о праве конверсии, но во Франции в начале XIX века велись ожесточенные споры и приводились в качестве доводов против конверсии бессрочной ренты в 1824 г. а) отсутствие в законе 1793 г. упоминания о праве конверсии и б) запись в долговой книге только ежегодных платежей. Однако, все перечисленные доводы были опровергнуты: отсутствие упоминания о конверсии вовсе не лишает государство права произвести ее, а что касается отсутствия записи в долговой книге капитальной суммы долга, то ведь ясно, что три франка 3%-ной ренты соответствуют капиталу в 100 франков. В дальнейшем эти формальные доводы отпали, так как законы 1825 и 1833 года определенно говорили о праве погашения ренты.

Сложнее вопрос о досрочном погашении срочных займов: можно ли без согласия кредитора сократить срок и вернуть долг? Ответ зависит от того, в чью пользу установлен срок: в пользу кредитора или должника. Во Франции судебная практика обнаружила колебания, но с 90-х годов последняя толковала закон в интересах кредитора, считая срочные займы не подлежащими досрочному погашению. Однако, ряд выдающихся юристов и большинство финансистов склонялись к противоположному решению. В отношении займов, погашаемых путем срочных тиражей, противники конверсий указывают, что план погашения составляет существенный элемент договора и что досрочный выкуп лишает кредиторов шансов позднего погашения. Но ведь облигации каждого кредитора могут выйти в тираж хотя бы на другой год после заключения займа; он должен расчитывать на возможность раннего возврата долга; как же он может претендовать на государство, возвращающее весь долг раньше предположенного срока? Тем менее оснований имеется против конверсии займов, выпущенных ниже паритета и погашаемых по номинальной цене, при которых кредитор тем более выгадывает на разнице, чем скорее погашается заем. Сложнее вопрос о погашении выигрышных займов, так как при досрочном погашении сокращается число шансов выигрышей; в отношении их желательна и большей частью теперь делается специальная оговорка о праве конверсии, которая устраняет юридические споры.

Экономическое влияние конверсий. Наиболее обычный тип конверсий—понижение процента—отражается на всем денежном рынке, понижая общий уровень процента. Государственные займы являются для всех фондов, т. е. процентных бумаг промышленных и др. предприятий, „стандартной“ бумагой, определяющей их курсы, так же, как закладные листы центральных ипотечных банков служат стандартной бумагой для долгосрочного кредита, а учитываемые в центральных эмиссионных банках векселя—для краткосрочного. Итак, конверсии государственных займов понижают ссудный процент к выгоде всей промышленности. Поэтому отказ от своевременной назревшей конверсии не только приносит убыток фиску и плательщикам налога, но и вреден с точки зрения интересов всего народного хозяйства и, в частности, интересов промышленного капитала, противоположных в данном случае интересам рентьеров и денежного капитала.

Правила конверсий. Для того, чтобы конверсия имела действительный, а не дутый успех и принесла пользу государственным финансам, она должна быть произведена в надлежащий момент, когда курс займов превысил паритет. Необходимым условием ее является простота, так как, по справедливому замечанию Леруа-Болье, сложные хитроумные комбинации, расчитанные на спекулянта, для финансов и народного хозяйства большей частью только вредны. Другим основным принципом конверсий является, по словам Кальера, искренность предложения возврата долга в случае несогласия кредитора на конверсию, а с этой целью государство должно обеспечить себя некоторой запасной суммой в размере от $^1/_{10}$ до $^1/_{20}$ суммы конвертируемых займов для уплаты кредиторам, не соглашающимся на конверсию. Для того, чтобы сократить их число, целесообразно предлагать условия нового займа несколько более выгодные, чем средний рыночный процент. При современных конверсиях не требуется заявления кредитора о согласии на конверсию: молчание принимается за знак согласия, а для отказа от конверсии требуется заявление в определенный, большей частью, краткий срок.

§ 19. Виды конверсий.

Следует различать два основных вида конверсий: конверсии, изменяющие об'ект займа — процент, или капитальную сумму долга, или то и другое, и конверсии, изменяющие срок или какие-либо другие условия займа.

1) Наиболее здоровый тип конверсии представляет понижение процента без увеличения капитальной суммы долга, т. е. конверсия al pari. Она отличается простотой и ясностью, не обременяет будущих финансов и сохраняет возможность дальнейших конверсий. Против нее возражают, что частые конверсии создают неуверенность в устойчивости дохода и заставляют капиталы бросаться в другие ценности, и что фонды, которым грозит конверсия, искусственно удерживаются на курсе ниже рыночного, препятствуя естественному движению курса, служащему единственным показателем состояния государственного кредита. Но эти опасения преувеличены, так как возможно гарантировать процент на некоторый срок, а низкий курс займа, которому предстоит в близком будущем конверсия, наблюдается в течение краткого промежутка времени. Примеры конверсий аль пари мы встречаем главным образом в истории государственного кредита Англии: в начале XVIII в., когда Вальполь постепенно понизил процент с 6-ти до 4-х, а его преемники до 3-х процентов, в 20-х и 30-х годах XIX века, в конце его—знаменитая Гошеновская конверсия и др.

Во Франции они встречаются сравнительно реже (Бино 1852, Бюрдо).

2) Несмотря на преимущества конверсии аль пари, в большинстве стран прибегали к конверсиям ниже пари, при которых понижали процент ниже рыночного, уступая облигации нового займа ниже номинальной цены или обменивая старые облигации на бо́льшее количество новых. Кредиторы выгадывают на капитальной сумме долга, и если заем срочно погашается путем тиражей, то они могут получить разницу на курсе при первом же тираже. Шансы такой „премии“, как говорилось выше, побуждают иногда держателей соглашаться на несколько более высокий эмис-

сионный курс, что является главным доводом сторонников указанных конверсий. Однако, история последних показывает, что большей частью приводимая выгода от конверсий ниже пари оказывалась фиктивной. Так, Лабери показал, что знаменитая конверсия 1825 г. никакой экономии на реальном проценте в конечном счете не дала, а между тем лишила правительство права дальнейшей конверсии. Неверно и другое соображение, выдвигаемое в пользу этих конверсий, об устойчивости доходов, привлекающей рентьеров. Значительная разница между эмиссионной и номинальной ценой облигации вызывает сильные колебания курса, выгодные не для рентьера, а для биржевиков и банкиров, чем и об'ясняется пристрастие последних к указанной форме. У нас в России пристрастием к конверсиям ниже пари отличался Вышнеградский, стремившийся всеми способами сократить ежегодные платежи по долгам и открывший серию низкопроцентных займов, увеличивая капитальную сумму долга. Так, например, 3-процентный заем 1891 г. был заключен по $77^1/_2$. Единственным защитником указанных операций в финансовой литературе был проф. И. И. Кауфман.

3) Конверсия с бонификацией—avec soulte (saldo)—заключается в замене высокопроцентного займа низкопроцентным без сокращения платежей: облигации первого заменяются таким количеством облигации второго, которое дает одинаковую сумму платежа, например, 100 облигаций 5%-ных заменяются 125-ю облигациями 4%-ного займа; кредиторы выгадывают на капитальной сумме и за это уплачивают казне часть этой разницы на капитале. Указанная приплата и называется бонификацией. Такую конверсию произвел в 1864 году при Наполеоне III Фульд, обменяв $4^1/_2$%-ные облигации ренты и 4%-ные облигации 30-летнего займа на 3%-ную ренту и получив за это от держателей около 160 милл. франков, но увеличив за то номинальную сумму долга на 1.600 милл. франков. Этот опасный пример нашел подражателей при конверсии Моргановского 6%-ного займа в 3-процентную ренту, при которой правительство удвоило капитальную сумму долга, получив от кредиторов приплату в 60 с небольшим миллионов франков.

4) Более здоровую форму конверсий представляют отсроченные конверсии (c. différées), заключающиеся в том, что кредиторам в течение некоторого краткого срока сохраняется прежний процент в форме дополнительного купона. Таким образом, избегают отрицательного влияния частых конверсий и слишком дробных чисел процента. Так, например, вместо того, чтобы понизить процент с 4-х до $3^3/_4$ понижают его сразу до $3^1/_2$%, но, чтобы избегнуть конверсии ниже пари, кредиторам дают в течение 3—5 лет по дополнительному купону $^1/_2$%. Таковы конверсии Рувье—в 1902 г., Одифрэ—в 1845 г. и др.

5) Другой тип конверсий—конверсии этапами, при которых в одном законодательном акте устанавливаются две или более последовательных конверсии. Таковы английские конверсии 44-го года и знаменитая конверсия Гошена 1888 г., превратившая значительную часть английских 3%-ных консолей на сумму в 549 милл. фунт. в $2^3/_4$%-ные облигации до 1903 г. и в $2^1/_2$%-ные с 1903 г. Государство выгадывало ежегодно в течение 15 лет 1,4 милл., а затем 2,8 милл. Другой столь же крупной и успешной конверсией этапами была итальянская конверсия 1906 г., подготовленная ростом денежных капиталов Италии, благоприятным платежным балансом и повышением курсов займов. Министр финансов Луцатти решил перейти к новому типу ренты и конвертировать 5%-ную ренту на сумму 8 мд. лир, подлежавшую 20%-ному налогу, в $3^1/_2$%-ную ренту, свободную от налогов. Если учесть податную льготу, то конверсия заключалась в понижении процента на $^1/_2$%, причем до 1912 г. казна платила $3^3/_4$%, а с 1912 г.—$3^1/_2$%. Конверсия имела громадный успех, затребовано было обратно всего 4,7 милл., и ежегодные сбережения казны составили до 1902 г. 20 милл., а после него—40 милл. лир.

6) Редкая сравнительно форма конверсии—сокращающая капитальную сумму долга при сохранении прежнего ежегодного платежа: кредиторы соглашаются на уменьшение капитала, лишь бы сохранить прежнюю сумму дохода, а государство погашает таким образом часть долга. Такие конверсии не могут рассчитывать на серьезный успех, так как кредиторы не гарантированы от будущих конверсий,

а правительству проще понизить процент, употребив его остаток на погашение долга.

Изменение сроков займов. Наиболее частым видом таких конверсий являются: консолидация текущих долгов, превращение краткосрочных в долгосрочные или же долгосрочных в рентные займы. У нас конверсии последнего типа имели место при Витте, стремившегося создать, по примеру Запада, рентную форму государственных займов—4%-ную бессрочную ренту. Результатом этих операций была унификация нашего государственного долга, значительно облегчившая обращение русских облигаций на заграничных биржах, и сокращение ежегодных платежей по погашению. Но, с другой стороны, конверсии Витте увеличили государственную задолженность на 125 милл. руб.

Противоположный характер имеет превращение бессрочных долгов в срочные, главной целью которого является погашение долга. Они возможны в трех формах: а) конверсия бессрочной ренты в срочно-погашаемые займы, на практике не встречавшаяся; б) конверсии ренты в срочные аннюитеты, успешно применявшиеся в Англии, особенно Гладстоном в 60-х годах XIX века, в целях постепенного и незаметного погашения долгов (20 милл. фунт. в 25 лет); в) конверсии в пожизненную ренту, тоже практиковавшиеся в Англии в XIX веке. Они сперва привели к убыткам из-за неправильных таблиц смертности, но по исправлении ошибок действовали с успехом, главным образом через посредство сберегательных касс, и послужили одним из способов страхования жизни. Во Франции еще во время революции в 1791 г. была основана по инициативе Лафаржа тонтина, в которую конвертировалась в целях погашения вечная рента. Эта „касса Лафарж“ просуществовала до 1889 г. Аналогичные конверсии производились через посредство национальной кассы пенсий, которая покупала облигации ренты и передавала их управлению государственного долга в обмен за пожизненные выплаты лицам, застраховавшим себя таким образом в национальной кассе; но неправильно установленный процент платежей привел к убыткам казны, и правительство отказалось от этой в общем довольно целесообразной формы погашения государственных долгов вместо того, чтобы сократить платежи.

§ 20. Погашение государственных долгов.

Погашением государственных долгов называется как постепенный возврат долга долями, так и единовременный выкуп его. Прежде погашением называли только первую форму, в противоположность „выкупу“ займа, но теперь это различие потеряло значение; фактически современные громадные займы могут погашаться только постепенно, но старая форма долевого погашения отдельных займов исчезает, уступая место другим, более эластичным приемам погашения.

С ростом государственных долгов вопросы о погашении обращают на себя большее внимание литературы и политической мысли. Необходимость сокращения задолженности мотивируется моральными соображениями („несправедливостью“ обременения будущих поколений грехами настоящего), политическими доводами, а именно опасностью сильной задолженности в международном отношении, финансовыми—необходимостью поддержания курса государственных бумаг. Но, с другой стороны, в некоторых странах раздаются голоса против слишком быстрого погашения, если оно связано с установлением тяжелых налогов, задерживающих промышленное развитие и накопление капиталов, а некоторые экономисты в Англии (Мак-Келлок) шли дальше, находя всякое погашение излишним в виду роста народного богатства и ослабления реального бремени государственных долгов. В настоящее время страшное бремя задолженности во всех странах побуждает серьезнейшим образом заботиться о погашении долгов.

Экономическое влияние погашения труднее поддается учету, чем влияние конверсий; но в общем погашение, освобождая часть помещенных в государственные бумаги капиталов, тоже способствует понижению процента.

Формы погашения. Оно может производиться путем покупки облигаций на бирже по курсу дня или путем выкупа их в определенные сроки по номинальной цене. Если курс облигаций стоит ниже пари, для государства выгоднее первая форма, тогда как при второй кредиторы получают в случае тиража разницу на курсе. Если курс выше пари, тираж для казны выгоднее. Лучше

всего для государства, если оно сохраняет право выбора той или иной формы погашения.

Свободное и обязательное погашение. В истории государственного кредита мы наблюдаем смену обязательного погашения, при котором государство связывало себя в договоре займа или в законодательных предписаниях определенной системой погашения, свободным погашением, при котором государство сохраняло за собой право выбора момента погашения наиболее выгодного и удобного для него, а затем—возврат к системе обязательного погашения, но только при условии бюджетных избытков.

Срочно погашаемые займы. Они до недавнего времени были в большинстве стран, кроме Англии и Франции, господствующей формой. Погашение их происходит автоматически, по заранее установленному для каждого займа плану. Обязательность погашения основана на договоре, который связывает государство в момент подписки на заем. По мере погашения займа уменьшается сумма, приходящаяся на проценты, и возрастает доля, приходящаяся на погашение.

Многие и теперь считают срочно погашаемые займы наиболее желательной формой государственного кредита для железнодорожных и других государственных предприятий, а Леруа-Болье рекомендовал вообще усилить „погашаемую ренту“ в системе долгов Франции. К той же форме срочно погашаемых займов относятся как прежние пожизненные ренты и тонтины, так и большинство выигрышных займов.

Погасительные фонды. Погасительным фондом называется обособленный от остального финансового управления специальный капитал с ежегодным ассигнованием из общего бюджета, за счет которого приобретаются облигации государственных займов. В тесном смысле слова погасительными фондами назывались прежде такие фонды, где облигации не уничтожались, а присоединялись к фонду, который получал проценты по этим облигациям. Прирост средств обращался снова на выкуп облигаций, пока таким образом не выкупался государственный долг. Идея погасительного фонда появилась еще в XVII столетии в Голландии, откуда

ее заимствовал в XVII веке Вальполь, обративший на погашение те выгоды, которые получились в результате конверсий и понижения процентов по займам. Вскоре, однако, пришлось обратить сумму фонда на общегосударственные нужды, и он исчез. В конце XVIII века он возродился в новой форме под влиянием агитации некоего Прайса, увлеченного идеей сложных процентов и доказывавшего возможность погашения займов в 45 лет путем отчисления из каждого займа одного процента в фонд погашения. Увлеченный этой идеей, Питт присоединил к созданному в 1786 г. погасительному фонду в 1 милл. фунтов новый фонд в размере 1% вновь заключавшихся займов. Эти фонды действовали в течение всей войны с Францией, за период 1786—1813 г.г. было погашено 238 милл. и в то же время заключено новых займов на 574 милл., причем займов более высокопроцентных, чем погашаемые. В результате этой бессмысленной системы ежегодные платежи по долгам увеличились более, чем на полмиллиона; и, однако, она продолжала существовать до 1828 г., когда, наконец, погасительный фонд был отменен, уступив место свободному погашению из бюджетных избытков.

Во Франции еще при старом режиме существовали погасительные фонды в XVII в.—Кольберовская „касса срочных займов“ и в XVIII в.—„касса погашения“ (1764 г.), в которую поступал вычет с рент и другие доходы. При консулате была создана касса погашения, имевшая задачей не только погашение долгов, но и поддержание курса государственных займов; в нее поступали доходы от домен, лесов, военной добычи и проценты по погашенным займам. В 1816 г. снова получает применение идея погасительного фонда в то время, когда в Англии в нем уже успели разочароваться. В виду того, что погашались долги по более высокому курсу, чем тот, по которому заключались новые займы, государство ежегодно теряло значительные суммы на погашении. В 1833 г. была проведена еще менее целесообразная мера—специальное погашение каждого займа в отдельности, связывавшая кассу и не допускавшая выбора займов, погашение которых было бы наиболее выгодным. Наконец, при Наполеоне III была снова создана касса, напоминавшая существовавшую во время консулата; в нее

поступали бюджетные избытки, $^{1}/_{10}$ налога с ж. д. грузов и пассажиров и проценты по погашенным займам. Средства расходовались как на погашение займов, так и на финансирование железнодорожного строительства и проведение каналов, а в это время заключались новые займы на условиях все более убыточных.

Система свободного погашения, сменившая в Англии с 1828 г., а в других странах значительно позднее, погасительные фонды, оказалась тоже не вполне удачной, так как отсутствие обязанности погашать долги привело к резкому сокращению или даже к прекращению ассигнуемых на эту цель средств. Министры финансов, под давлением законодательных палат, предпочитали понижать ставки налогов, и в результате Англия за 40 лет мирного времени погасила всего только 49,37 милл. фунт. Лишь два государства дали пример быстрого и успешного погашения долгов при свободной системе — Дания и Соединенные Штаты, погасившие к 90-м годам бо́льшую часть своих долгов времен междоусобной войны.

Новые формы обязательного погашения. Быстрый рост задолженности всех государств с 70-х годов под влиянием предшествовавших войн и железнодорожного строительства заставил серьезно задуматься над более энергичным погашением долгов. В Англии Норскот настоял в 76-м году на ежегодном ассигновании 28 милл. фунт. на платежи по займам с тем, чтобы с сокращением платежей процентов увеличилась доля погашения. Таким образом, к общей сумме долгов была применена система, практикующаяся при срочнопогашаемых займах в отношении каждого в отдельности. Но государство не связывало себя договором и могло приостановить погашение при неблагоприятных финансовых обстоятельствах. „Новый погасительный фонд“, как назвали эту систему, введенную Норскотом, не действовал в годы дефицитов: действие его было приостановлено в 1886 — 87 г.г., затем во время англо-бурской войны и впоследствии не раз.

Несколько иная система была принята в Пруссии: закон 1882 г. „о гарантии железных дорог“ постановил, что $^{3}/_{4}$% чистой прибыли от казенных железных дорог обращались на погашение жел. дор. долгов. Затем, в 1897 г. пога-

шение было установлено в размере $^3/_4$% наличного долга и, следовательно, должно было возрастать вместе с ростом долгов. Германская империя в 1897 г. тоже принялась за амортизацию быстро возраставших долгов, ассигновав $^3/_4$ избытков имперских доходов над матрикулярными взносами, распределявшихся до того между союзными государствами, но реальное погашение началось лишь с 1908 г. согласно закону 1906 г., установившему обязательность погашения в размере $^3/_5$% наличной задолженности. Наконец, закон 1909 г. установил следующие размеры погашения: для производительных займов — $^3/_5$% наличной задолженности, а для непроизводительных — 1%; для будущих займов эти нормы повышались до 1,9% для производительных и 3% для непроизводительных. В случае заключения новых займов, т. е. в случае дефицита, сумма, ассигнуемая на погашение, зачитывалась в сумму займов, т. е. фактически погашение приостанавливалось, как и в новом погасительном фонде Норскота. Большинство финансистов высказывается, конечно, в пользу описанной формы обязательного погашения, более эластичной, чем прежние погасительные фонды, но, с другой стороны, обеспечивающей сокращение задолженности при благоприятных финансах.

§ 21. Консолидация, конверсии и погашение после войны.

Оставленное войною тяжелое наследие в виде громадной задолженности воевавших государств, и притом в опасной форме текущих или весьма краткосрочных долгов, выдвинуло на первый план проблему консолидации и погашения. Только в России, покончившей революционным путем с прошлым, военные долги не лежат тяжелым бременем на бюджетах и кредитах. В некоторых других странах фактическое обесценение валюты освободило государство от значительной доли внутренних долгов, но зато тем большим бременем лежат внешние — междусоюзнические долги и репарационные обязательства Германии. Обе последние проблемы получили провизорные решения, но все стороны убеждены в неизбежности их пересмотра.

Наиболее крупный размах приняла консолидация и погашение в Англии и Соединенных Штатах, причем первая

борется с большими трудностями и погашает долг гораздо медленнее, чем вторые.

В Германии обесценение марки к концу 1923-го года фактически свело прежние долги почти к нулю. После восстановления твердой валюты возник вопрос об урегулировании этих старых долгов: платить сполна было немыслимо, закон о восстановлении ценностей — Aufwertungsgesetz — отсрочил уплату процентов по прежним займам до окончания репарационных платежей, и лишь лица, доказавшие, что они непрерывно владели облигациями с 1-го июля 1920 года, получали особую привилегию — постепенное погашение их облигаций с 1926 г. в течение 30-ти лет. Закон 16-го июля 1925 г. о ликвидационном займе — Anleiheablösungsschuld—установил обмен прежних займов на облигаций нового в следующем отношении: 25 марок нового за 1500 марок „выигрышного сберегательного" займа, за 16,7 милл. марок облигаций 1923 г., за 50 миллиардов марок облигаций 1924 г. и за 1000 марок всех прочих займов, включая компенсацию за военные убытки. Таким образом, по старым долгам кредиторы получают 2,5% капитала. Этот ликвидационный долг составляет ныне (31/III—27 г.) главную часть общей задолженности империи (1.742 милл. из 4.351,2 милл.), которая быстро погасила свои краткосрочные обязательства казначейства, выпущенные в 1923 — 24 г., и постепенно погашает прочие долги (рентному и имперскому банку), но, с другой стороны, реализовала новые займы в 1927 г. (500 милл. общий и 110 милл. почтовый заем), кроме внешнего займа, заключенного согласно плану Дауэса.

Великобритания усиленно консолидирует свои текущие и краткосрочные долги: конверсионный заем 1921 г. был заключен для консолидации национальных военных облигаций, срок которым истекал в 1922—25 г.г. Избранный правительством неудачный низкопроцентный тип займа (3%, реальный процент=5,6) увеличивал капитальную сумму долга на 368 миллионов ф., не встретив сочувствия среди держателей военных облигаций, которых было пред'явлено к обмену только на 265 милл. В том же году держателям „национальных военных облигаций" и обязательств казначейства (exchequer bonds) была предложена конверсия их в $5^1/_2$% treasury bonds по курсу 97 сроком до 1929 г., при-

чем разрешалось конвертировать их в $3^1/_2$%-ый конверсионный заем из расчета 100 фунтов облигаций за 146 фунт. займа, что также увеличивало капитальную сумму долга. В 1924 г. была предложена конверсия 5%-ного военного займа в $4^1/_2$%-ный заем сроком 1940—1944 по 103 за 100, т. е. с премией в 3%. Держатели, теряя на доходе $4^5/_8$%, обеспечивали себя от конверсии до 1940 г. В конце 1926-го года был выпущен новый 4% конверсионный заем сроком на 30 лет: он выпущен по курсу 85 за 100 (!). С 1-го июля нынешнего года этот „консолидационный" заем об'единяется с конверсионным 4%-ным займом, создаваемым в силу конверсии: 1) 5%-х обязательств казначейства по расчету 117 ф. 15 шилл. нового займа за 100 фунт. обязательств казначейства, 2) 5%-ных военных облигаций—по 124 ф. 5 шилл. за 100 ф.; 3) 4%-ных военных облигаций, свободных от налога, по 118 ф. за 100 ф. Реальный процент по данному займу составляет 4 ф. 14 шилл. за 100. Заем встретил очень сочувственный отклик в Таймс'е, так как он „соответствует ожиданиям денежного рынка". Но „Комитет лорда Кальвина о налогах и кредите" очень неодобрительно отнесся к практикуемой ныне системе низкопроцентных займов.

Консолидационные конверсии ведут к увеличению суммы долга и парализуют действие производившегося в течение последних лет усиленного погашения его. Ежегодное ассигнование на погашение из бюджетных излишков было установлено финансовым актом 1923 года в 40 милл. фунт., затем увеличено до 50, 60 и даже 65 милл. в текущем году; но последнее повышение фиктивно, так как в него включено 12 милл. из дорожного фонда. Этот „старый" погасительный фонд действует наряду с „новым" погасительным фондом 1875 г., фиксированным в бюджете; кроме них финансовый акт 1917 г. создал особые фонды для интервенции в случае обесценения военных займов—war loan depreciation fund: ежемесячно ассигнуется $^1/_8$% их номинальной суммы для покупки облигаций в случае падения курса ниже эмиссионного; не израсходованные суммы фонда обращаются на покупку обязательств казначейства. Такие же интервенционные фонды созданы для выкупа 4%-ного консолидационного фонда 1920 года и облигаций победы в случае

падения их курса ниже пари, для чего каждые полгода отчисляется $2^1/_4$% их номинальной суммы, а также для поддержания курса конверсионного займа при падении его ниже 90, по 1% его суммы каждые полгода. На все эти погасительные и интервенционные фонды ежегодно ассигнуются значительные суммы [1]), а между тем общая сумма английского долга составляла:

31/III—1919 г.	31/III—1924 г.	31/III—1925 г.	31/III—1926 г.	31/III—1927 г.
8.079	7.680	7.646	7.634	7.631

т. е. сумма долга остается почти на точке замерзания, и в ближайшие годы предстоят крупные платежи погашения.

Англия и в прошлом столетии после наполеоновских войн медленно погашала свои долги, но тогда она быстро богатела, и реальное бремя задолженности автоматически уменьшалось, тогда как теперь рост ее национального богатства и дохода происходит очень медленно, бремя долгов значительно больше и будущее империи покрыто темными тучами.

Соединенные Штаты тоже заняты консолидацией, но в то же время они погашают свой долг чрезвычайно быстро, по мнению некоторых даже слишком быстро. Необходимость грандиозных операций консолидационного характера об'ясняется краткосрочностью заключенных во время войны займов. Так, к началу 1921—22 г. имелось на 7 млд. долларов долгов—сертификатов и облигаций займа победы, срок которым истекал в течение 2-х следующих лет. Погасить их целиком в два года было немыслимо, и поэтому, погасив один миллиард, пришлось заменить 6 остальных новыми обязательствами (refund). Программа, выработанная правительством, заключалась в том, чтобы разбить долг на небольшие доли с разными сроками выплаты без напряжения финансов и денежного обращения. С этой целью оно выпустило сначала 6 серий билетов казначейства—treasury notes, причем сумма подписки за наличные фиксировалась, а для конверсий в них облигаций займа

[1]) Кальвиновский комитет настаивает на значительном увеличении ассигновок на погашение, но проф. Кейнс приводит основательные возражения против чрезмерности увлечения идеей погашения при наличии финансового напряжения. См. Econ. Journ. June 1927, p. 207—13.

победы и сертификатов максимального предела не устанавливалось. Несмотря на понижение процента по этим обязательствам с $5^3/_4$ до $4^1/_4$%, конверсия имела громадный успех. В октябре 1922 г. правительство нашло своевременным перейти к долгосрочному займу и об'явило подписку на $4^1/_4$%-ные „облигации казначейства"—treasury bonds сроком на 25—30 лет. Этот заем послужил главным образом для конверсии займа победы, он имел крупный успех: подписка дала почти 1.400 милл. долларов; поэтому, только подписчики на суммы до 10.000 д. получили облигации на всю подписную сумму, остальные получили от 10 до 40%; к обмену было принято 252 милл. долларов займа победы и сертификатов.

В 1924—25 г.г. был выпущен новый крупный консолидационный заем—4%-ные „облигации казначейства" сроком на 20—30 лет (1944—54) на сумму более 1 миллиарда долларов; в декабре была об'явлена подписка на 200 миллионов наличными и на неограниченную сумму облигациями 3-го займа свободы, билетами казначейства и сертификатами, сроки которых истекали в 1924—25 году. После разверстки было реализовано 224,5 милл. д. наличными и 532,4 в обмен на вышеуказанные старые долги, а в начале 1925 года было дополнительно реализовано 290 милл. д. [1]).

Погашение долгов происходит в Соед. Штатах из нескольких источников: из обыкновенного бюджета, бюджетных излишков и из „общего фонда" казначейства. Из 4.069 милл. долларов, погашенных за 1920—25 г.г., на эти три источника пришлось: 2.252, 1.678 и 1.039 милл., причем доля бюджетных ассигнований возрастает. Главным элементом последних являются ассигнования в погасительный фонд, установленные в размере $2^1/_2$% военных долгов, за исключением ссуд союзникам (1.424 милл. за 6 лет), затем платежи иностранных государств по междусоюзническим долгам наличными деньгами или облигациями американских займов. Далее, на погашение обращаются поступления от налога на федеральные резервные банки (franchise tax) и облигации, вносимые в счет налога с наследств, на-

[1]) Теперь заканчивается погашение 2-го займа свободы (3,8 мд., к марту 1928 г.—3,1 мд.); 15 марта 1,36 мд. были конвертированы в $3^1/_2$%-ные treasury notes, в июне 0,245 мд. в $3^3/_5$% notes, ныне в $3^1/_2$%

конец, дарения, штрафы и проч. Бюджетные излишки, об'ясняемые как быстрым ростом благосостояния, так и, повидимому, умышленной „осторожностью“ при составлении росписи, составили 1.768 милл., но резко колеблются из года в год. Наконец, отчисления из общего фонда быстро сокращаются и составляют теперь ничтожную величину. Быстрота погашения и возврат междусоюзнических ссуд облигациями займов Соединенных Штатов, а также помещение в облигации страхового фонда вознаграждения ветеранов (soldiers bonus), создают постоянный спрос на облигации и способствуют росту их курсов. Легко и свободно, не напрягая бюджета и одновременно понижая налоги, богатая Америка быстро погашает свои долги.

Франция. В противоположность С. Шт., бьющаяся со времени войны в тисках финансовой нужды и задолженности Франция заботится прежде всего о консолидации текущего долга и о борьбе с обесценением валюты. Предварительным условием того и другого было оздоровление бюджета—прекращение дефицитов—и устойчивое сильное правительство. Но быстро сменявшие друг друга министерства не имели достаточно авторитета, чтобы провести необходимые мероприятия, чему также мешала наивная надежда на покрытие всех убытков и долгов репарационными платежами Германии. Бюджетные дефициты стали сокращаться с 1920 г. по обыкновенному бюджету, но расходы по восстановлению разрушенных областей продолжали нарастать. С 1924 года положение стало особенно напряженным. Заключенный в 1924 г. 5-ти-процентный заем с премией в 50% был, по справедливому замечанию Жэза, самым невыгодным из когда-либо заключенных во Франции. Многочисленные проекты санирования финансов сменяли друг друга, но большей частью не осуществлялись. В 1925 г. Кайо заключил 4%-ный рентный заем в целях консолидации бонов, с гарантией курса. Этот заем дал около 6 миллиардов, из которых больше 5-ти миллиардов бонами — меньше, чем ожидали от него; но некоторый моральный эффект эта мера имела. Законодательные собрания не поддерживали проектов повышения налогов, и кризис усиливался. Только катастрофическое состояние казначейства и франка вызвало крутой перелом, прекращение борьбы партий и образование коали-

ционного министерства Пуанкаре. В 1926 году удалось добиться значительного повышения податных ставок, и бюджет был сбалансирован даже с реальным остатком.

Другим условием финансового оздоровления как в правительственных кругах, так и в палате депутатов признавалось образование особой автономной, т. е. независимой от законодательных собраний, погасительной кассы. Проекты такой кассы повторялись по несколько раз в год, начиная с проекта 1920-го года (Думэ, Клемантеля и Шерона), причем большей частью за образец брали кассу 1816 г., забыв о ее неудачах. Многие из проектов воскрешали старую, казалось, навсегда похороненную, идею Прайса о погашении займов путем накопления сложных процентов (напр., проект Рамеля в 1925 г.). Эта идея, правда, исчезла в последних правительственных проектах под влиянием критики, указавшей на неудачи старых погасительных фондов во всех странах; но мысль об автономной кассе не была оставлена, и главным основанием ее было желание эмансипировать кредит от воздействия законодательных собраний. „Министерство национального об'единения“ Пуанкаре провело в жизнь план созданного в 1926 г. „комитета финансовых экспертов“, требовавших для оздоровления финансов повышения налогов, сбалансирования бюджета и создания кассы управления бонами национальной защиты. Но задачи последней были несколько расширены: на нее возлагалось управление бонами национальной защиты, управление табачной монополией и погашение долгов. Ее средства образуются из чистой прибыли табачной монополии (2,6 миллиарда), чрезвычайного налога на переход имуществ (0,8), поступлений налога с наследств (2,7), добровольных взносов, бюджетных избытков и сальдо старой кассы погашения, созданной в 1916 году и почти бездействовавшей. Касса может получать авансы и реализовать займы под обеспечение доходами табачной монополии. Этот параграф основан на предложении экспертов разрешить кассе авансы „в случае временного превышения платежами по погашению наличных средств кассы“. Между тем, касса выпустила в октябре заем в 3 миллиарда из 6% плюс пол-франка на каждые 100 миллионов излишка табачного дохода свыше 2-х миллиардов. При погашении выдается

премия не менее 100 франков, по 5-ти франков на облигацию с каждых 100 милл. дохода сверх 2 миллиардов. Профессор Жэз и Левро находят, что касса, выпуская этот долгосрочный заем, превысила свои полномочия, и удивляются, что парламент не реагировал на это нарушение. „Касса явилась результатом недоверия к парламенту, и одним из первых ее шагов было нарушение его прав". Но „победителей не судят": мероприятия нового правительства увенчались полной удачей, пересрочка и консолидация бонов казначейства идет весьма успешно, билеты сроком на 1927 год на сумму в 5 миллиардов уже пересрочены, и обмен остальных протекает совершенно спокойно. В феврале текущего года реализовано на 5 миллиардов обязательств сроком на 15 лет из 7% по курсу 92,5 для конверсии 6%-ных бонов 1922 г. Таким образом, консолидируя текущие долги, Франция повышает процент по заключенным для этой цели займам [1]. Кроме консолидации бонов правительство произвело выплату долга английскому банку 3,5 милл. фунтов и английскому казначейству—3,5 милл. ф., 1,5 милл. пезо вернуло Уругваю, а также выплатило Французскому банку 2 миллиарда франков, каковые обязано было уплачивать ежегодно по закону 1920 года (но не исполняло этого обязательства с 1921 года). Для платежа по внешним долгам образован довольно значительный фонд девиз благодаря заключенным железнодорожными компаниями в Швейцарии и Голландии займам (из 7% по курсу 94—97,5), суммы которых поступили в казну в возмещение ранее выданных железнодорожным компаниям авансов. Сумма бонов, составлявшая 31-го октября 1926 г. 49 миллиардов, сократилась к 27-му году уже до 46, но зато выпущено займов на 2.235 миллионов. Таким образом, общее сокращение долга составляет всего 750 милл. Задача погашения Францией еще не решена.

Бельгия тоже создала по закону 7 июня 1926 г. погасительный фонд для обычного погашения срочных займов и для специального погашения долгов, включая боны казначейства, из особо предназначенных для того

[1]) Bull. de Stat. Février 1927. — Но для бонов с двухлетним сроком процент фиксирован в 6%, а с годичным сроком — 5% (декрет 3 февраля 1927 г.).

новых источников. Этот фонд, как и французская касса, является автономным учреждением под управлением независимого от министерства финансов и от законодательных учреждений совета, комитета и директора. Средства фонда состоят, кроме бюджетных ассигнований по системе кредита, из поступлений от отчуждения доменов, от дарений и завещаний государству и от временного повышения ряда налогов и других доходов на сумму не менее 1,5 миллиарда франков. Среди них главную долю составляют крепостные пошлины и доменные доходы (850 милл.), затем таможенные пошлины (100,9), акцизы с пива (125) и табака (30), налог на потребление шипучих вин (33), с недвижимостей (8) и автомобилей (40). Действительные поступления превзошли ожидания, и излишек тоже обращен на погашение.

По акциям уплачивается фиксированный доход (6%) и половина чистой прибыли; другая половина поступает в дивиденд по обыкновенным акциям. Государство имеет право выкупа концессий, начиная с 1921 г., причем выплачивает стоимость непогашенных привилегированных акций с премией не менее 250 франков в случае выкупа в течение первых 10 лет, следующих за 1921 г., и 150 франков при более позднем выкупе. Процент, дивиденд и премии по привилегированным акциям свободны от налогов, включая глобальный подоходный, их курс гарантирован от обесценения валюты — 175 франков за 1 ф. стерлингов.

Новым источником средств явилось создание законом 23 июля 1926 г., под давлением иностранных (американских) финансистов, Национального общества бельгийских железных дорог, которому переданы в концессию на 75 лет государственные железные дороги. Капитал его в 11 миллиардов, уплаченных казне, состоит из 1 миллиарда обыкновенных акций и 10 миллиардов привилегированных. Последние передаются погасительному фонду и могут быть отчуждаемы в частные руки, причем 10% реализованных по ним сумм передается обществу железных дорог в качестве оборотного капитала (fonds de roulement). Погашение происходит с 1937 г. в размере не менее $^1/_{65}$ части капитала путем тиража по номинальной цене или покупки на бирже. Погашенные акции заменяются акциями пользования.

Декретом 31 июля 1926 года приняты меры к консолидации текущего долга Боны на 4.200 миллионов были конвертированы в акции общества железных дорог, 1.400 милл. конвертированы в 7%-ые специальные боны, погашаемые в 3 года. В результате консолидированный долг возрос с 17,3 до 22 миллиардов, а текущий сократился с 14 до 5,2. Общая сумма уменьшилась на 4 слишком миллиарда. Внешний долг консолидированный увеличился на 100 милл. долларов „стабилизационного" займа, реализованного в Соед. Штатах и других странах, а текущий сократился на 531 милл.

Литература к IV гл.: А) Конверсии: Heckel Konversionen. Hdwb. d. Staatsw. B. V.—Marc Conversion. Grande Encycl. T. 12. Leroy-Beaulieu II, ch. X.—Labeyrie Théorie et histoire des conversions de rente 1878.—Chaulin-Servinière. Des conversions des rentes sur l'état 1911.—Callière. De la conversion de la dette publique en France 1906. A. Körner. Die Konversionen öffentlicher Schulden 1893. G. Schanz. D. Konvertierung preussischer Staatsschulden F. A. 1885. Ströll. Ueber die neueste Konversionsära in Deutschland I. f. N—Ock. u. St. B. 13. Escarra. La conversion de la dette italienne 1907. Charra. Des emprunts publics émis sous forme de rentes viagères en France et en Angleterre 1909.

Б) Погашение: Ricardo Essay on the funding system, Leroy-Beaulieu, ch. IX, Hecke III. Zorn. Ueber die Tilgung der Staatsschulden 1 05. Koeppe. Freie oder Zwangstilgung? 1901. Schwarz. D. Staatsschuldentilgung 1896. Cucheval-Clarigny. Essai sur l'amortissement 1886. Trînquat. De l'amortissement des emprunts d'Etats 1899. Giffen. Essays in finance 1880, ch. IX и XI Jèze Cours. La date de remboursement de la dette publique. Histoire du remboursement en France. 1926.

В. Консолидации, конверсии и погашение после войны: Bull. de Statistique, Economist, Treasury annual reports (U. S.) 1924—25.—Seligman. La liquidation financière de la guerre aux Etats Unis и другие. Статьи и хроника в Rev. de science et de législ. financière 1914—27. Jèze. Les fin. de la France pendant la guerre. Jèze. Les fin. de l'Allemagne. Les fin. de l'Angleterre. R. Levrault. Les caisses d'amortissement de la dette publique d'après guerre 1926. Peel. The financial crisis of France.

ГЛАВА V

ПРАВОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ ГОСУДАРСТВЕННОГО КРЕДИТА

§ 22. Займы, как закон и предмет управления.

Огромная роль государственного кредита в современных финансах ставит его в связь с рядом проблем государственного, административного и международного права. Заключение займов требует санкции законодательной власти. Правда, заем, в отличие от налога, не представляет собой общей нормы — règle générale et impersonnelle. Тем не менее, по политическим соображениям чрезвычайно важно, чтобы этот договорный акт исходил от законодательных органов; этим обеспечивается публичность займов, возможность критики, достаточная мотивировка со стороны правительства, а следовательно, предупреждаются невыгодные для страны соглашения с банкирами и проч. Требование законодательного утверждения займов вытекает из законодательной санкции бюджета и налога, которая в значительной мере потеряла бы значение в случае возможности заключения займов помимо парламента. Наконец, санкция государственных обязательств представителями народа является лучшей гарантией кредита. Этот принцип ныне можно считать общепризнанным — в Англии с XVII в., во Франции со времени Великой Революции; но применяется он не везде в одинаковом об'еме. К тому же технические условия эмиссии требуют предоставления министру финансов значительной свободы в переговорах насчет условий займа и тайны указанных переговоров до окончательного утверждения займа: критика в парламенте может нередко расстроить выгодную

комбинацию, заставить правительство раскрыть свои карты перед контрагентами, облегчить стачки банков и биржевую спекуляцию. Поэтому парламент обычно не входит в детали при утверждении займа, он определяет только существенные условия займа, его тип, сумму, предельную высоту, процент, а исполнительной власти предоставляется определение способа реализации, эмиссионного курса и разных деталей. Правда, курс займов—существенное условие его: если выпустить заем по очень низкому курсу, то сводится на-нет ограничение процента, установленное палатой; вообще, исполнительной власти приходится предоставлять в кредитных операциях широкую инициативу, и гарантией от злоупотреблений служат не формальныя рамки закона, а моральный уровень ее и политическое развитие в стране. В некоторых государствах конституции ограничивают даже законодательную власть в области кредита. Так, например, в отдельных штатах Северной Америки, под впечатлением злоупотреблений кредитом в первой половине XIX века, установлен был максимум займов на душу населения, требование квалифицированного большинства или даже референдума при заключении займов.

Если заем заключен правительством вопреки требованию закона без санкции парламента, то последний может отказаться от данного долга, но только при том условии, если закон определенно требует указанной санкции. При нарушении некоторых второстепенных правил отказ от долга неправомерен; иногда даже в случае явного злоупотребления со стороны правительства, законодательные собрания не решаются на репудиацию долга, чтобы не подорвать кредата страны.

Управление государственным кредитом везде лежит на министерстве финансов. В некоторых государствах высшее руководство государственным кредитом возлагалось иногда на особые учреждения, стоявшие над министерством финансов или независимые от него (напр., в России—комитет финансов, созданный в 1807 г., и совет государственных кредитных установлений, образованный в 1817 г.). Но с развитием парламентаризма и принципа министерской солидарности эти органы теряли значение; у нас они стушевались в 90-х годах с ростом влияния ми-

нистерства финансов и усилением бюрократического аппарата. В министерстве финансов государственным кредитом ведает особое управление. В России с 1824 г. до революции была особая канцелярия по кредитной части, которой были подчинены монетный двор и экспедиция заготовления государственных бумаг, а иностранное отделение которой ведало внешними займами. Финансовое ведомство пользуется во всех странах в большей или меньшей мере содействием центрального эмиссионного банка, который служит агентом по управлению государственным кредитом, по производству платежей процентов и погашения, во-вторых, посредником при заключении займов наряду с другими крупными банками и, в-третьих, кредитором казны, главным образом, по краткосрочным ссудам при кассовом дефиците и вообще по текущим долгам. Наибольшее развитие связь с банком получила в Англии; но и французский банк, германский имперский и русский государственный банк играли ту же роль, хотя в меньшей степени.

§ 23. Заем, как договорное обязательство.

Заем есть договор, связывающий государственную власть. Всякое изменение условий займа, не предусмотренное договором, без согласия кредитора является нарушением договора. В литературе существует большая разноголосица по вопросу о том, допустимы ли такие нарушения.

Наиболее строга позиция проф. Жеза: государственный заем, как всякий договор, создает ненарушимые отношения—situations juridiques intangibles; он не может быть отменен по усмотрению законодательных учреждений. Это есть договор, облеченный только в форму закона. Так смотрела на государственные займы французская конституция 1790 года, согласно которой платежи по долгам ни под каким предлогом не могут быть отменены или приостановлены. То же постановление мы встречаем в конституциях Соединенных Штатов и других государств. Но история показывает нам, что все эти торжественные формулы конституций и строгие принципы постоянно нарушались, и в некоторых государствах нарушение было, пожалуй, более частым, чем исполнение их. Эти нарушения оправ-

дывались известной формулой гражданского права—impossibilium nulla est obligatio, и еще во время директории Кретэ оправдывал частичное банкротство невозможностью повышения налогов до уровня, достаточного для уплаты долгов полностью.

Другие писатели подчеркивают моральный характер государственных обязательств, так как они лишены всякой санкции: суды не могут принудить государственную власть к уплате долгов. Еще дальше идут юристы, исходящие из принципа суверенитета государства и права суверенной власти изменять всякий изданный ею закон, в том числе и обязательства по займам. И действительно, если законодательная власть постановила изменение или прекращение каких-либо обязательств, то нет суда, который мог бы заставить ее исполнить свои обязательства, отмененные законом, по крайней мере, в отношении туземных кредиторов.

Иначе стоит вопрос с иностранными кредиторами по внешним займам, для которых законы государства-должника необязательны. Есть, правда, немало защитников мнения, что государства не могут быть принуждаемы к исполнению своих обязательств даже в отношении иностранных кредиторов. Этот взгляд очень популярен среди представителей сильно задолженных балканских и южноамериканских государств. Наибольшую известность среди них приобрел аргентинский министр иностранных дел Драго, доказывавший, что государственные займы представляют собой обязательства, совершенно отличные от тех, которые возникают в силу договора или при каких-либо правонарушениях: займы выпускаются, подобно деньгам, с разрешения законодательных собраний, и таким же способом допустима приостановка платежей. Облигации займов выпускаются большей частью на пред'явителя, т.-е. на неопределенного контрагента, и поэтому нельзя даже выяснить, кто является кредитором по данной облигации — подданный ли государства или иностранец. Эта аргументация, правда, довольно слаба; нельзя противопоставлять займы договорам на том основании, что для их заключения требуется разрешение законодательных собраний, так как и для договоров может требоваться законодательная санкция. Акт выдачи облигации есть, несомненно, договор, даже если облигация вы-

дана на пред'явителя. Закон, приостанавливающий платежи, так же необязателен для иностранных кредиторов, как и закон о принудительном курсе бумажных денег. Поэтому можно согласиться с Фрейндом, Вюареном и др., что обязательства по отношению к иностранным кредиторам не могут быть отменены законом. Но другой вопрос, возможно ли фактическое осуществление прав и притязаний иностранных кредиторов. Как их оградить, каким судам они подсудны, какими нормами они определяются? Большинство юристов склоняется к мнению, что отношения, возникающие в силу кредитных сделок государства с иностранными кредиторами, являются „международноподобными" правовыми отношениями, что частные лица могут быть суб'ектами международного права и что в рамках последнего возможно удовлетворение притязаний кредиторов иностранного государства. Мы увидим дальше, как эти юридические теории претворяются в действительной жизни.

§ 24. Нарушение прав кредиторов. Банкротство и его виды.

Нарушение прав кредиторов может выражаться в одностороннем изменении условий договора, или в отказе от исполнения его, или в прекращении договора. В широком смысле слова всякое нарушение обязательств можно назвать банкротством (Кёрнер). В таком случае под понятие банкротства подойдут и принудительная конверсия, и исключительное, повышенное сравнительно с другими капиталами, обложение облигаций государственных займов, и принудительная консолидация невыплаченных процентов... Все эти нарушения интересов кредиторов являются формами частичного банкротства, в противоположность полному прекращению платежей процентов и погашения — полному банкротству, или банкротству в тесном смысле слова.

Некоторые юристы называют банкротством лишь отказ от займа или изменение его условий путем декрета или закона, противоставляя его случаям фактической невозможности уплаты вследствие безвыходного финансового положения. Нам думается, что нет основания отказываться от термина „банкротство" в отношении фактиче-

ского невыполнения обязательств; с финансовой точки зрения нет большой разницы между фактической неуплатой долга и неуплатой в силу декрета. Но юридическое различие несомненно.

Хотя в отношении государства неприменимо существующее в гражданском праве разграничение злостного, неосторожного и несчастного банкротства, тем не менее современная международная практика делает различие между случаями невозможности и нежелания исполнять свое обязательство, и только в последнем случае допускает международные меры принудительного характера.

Полный отказ от долга называется репудиацией. Такие репудиации часто встречались в средние века и в новой истории — во Франции при старом режиме, в некоторых штатах Северной Америки; они надолго подрывали кредит государства. От них следует отличать репудиации революционными правительствами долгов предшествующих правительств или отказ в признании долгов временных правительств, заключенных в целях борьбы с данным правительством, одолевшим их; такая репудиация является не только отказом от платежа, но и от признания долга (напр., отказ Советской России от дореволюционных долгов).

Особую форму банкротства в широком смысле слова представляет т. наз. „валютное“ банкротство (Geldbankrott): в отличие от неуплаты долга — Anleihebankrott — тут уплата долга имеет место, но обесценившимися деньгами. Такое „банкротство“ возможно лишь в отношении туземных кредиторов, так как иностранцам нельзя платить туземной обесценившейся валютой. Впрочем, и для туземных кредиторов особенной разницы не составляет, отказалось ли государство платить по долгам или платит совершенно обесценившейся валютой. После войны в ряде стран, начиная с Германии, падение валюты привело к почти полной потере капитала; даже закон 1925 года об обмене старых займов на облигации нового Anleiheablösungsschuld установил отношение обмена 1:40, так что держатели большинства займов, заключенных до 1923 г., получат по $2\frac{1}{2}\%$ на капитал.

Само собой понятно, что банкротство подрывает государственный кредит обанкротившегося государства. Но не

следует преувеличивать этого влияния: история знает много примеров быстрого восстановления кредита обанкротившихся государств. Так, например, Испания имела семь банкротств в XIX веке, и тем не менее ей удавалось после банкротства заключать новые займы, правда, из очень высокого процента на невыгодных условиях. Бывали даже случаи, что банкротства расчищали удушливую атмосферу долгого финансового кризиса и, приведя к соглашению с кредиторами и к облегчению долга, позволяли производить новые кредитные операции.

В литературе мы встречаем немало защитников банкротства, главным образом, среди наиболее ярых противников государственного кредита. Так, например, Юм писал, что банкротство часто неизбежно ради самосохранения государства, как и для индивида, что кредит вскоре после банкротства снова процветает и что „умный человек скорее готов будет ссудить государству непосредственно после банкротства, чем перед ним". Голландец Вандам предлагал постепенное банкротство, т.-е. понижение капитальной суммы долга на определенный процент через известные сроки при сохранении платежа процента на более долгий срок, а некоторые немецкие писатели находили даже, что потери иностранных кредиторов из-за банкротства какого-либо государства представляют выгоду для нации обанкротившейся. При такой точке зрения на обязательства государства банкротства были бы еще более частыми, если бы они не подрывали кредита и не вредили дальнейшему росту государственных займов.

§ 25. Меры против нарушения обязательств.

Превентивные меры—обеспечение долга. В те времена, когда государственный кредит носил черты частного, обеспечением его служил заклад драгоценностей, иногда личный заклад королей, затем залог недвижимости — доменов и наконец — определенных источников дохода. В настоящее время специальное обеспечение даже определенными податными источниками почти исчезло, а ипотека доменов совершенно исчезла. Такие специальные обеспечения практикуются только в случае несостоятельности государства по отноше-

нию к иностранным кредиторам и связаны обычно с установлением международного финансового контроля. Всякое реальное обеспечение связывает государство в отношении финансовых реформ, ставит обеспеченные займы в привиллегированное положение сравнительно с прочими, ведет к созданию специальных бюджетов, отдельных касс и т. д. Ныне займы обеспечиваются общей податной платежеспособностью данной страны.

Гарантии. Но и теперь бывают случаи, когда государство, попавшее в тяжелое финансовое положение вследствие войны или вследствие расточительности правителей, нуждается в гарантии со стороны других государств, причем государство-гарант может лишь обязаться воздействовать на обязанное государство в случае неплатежа или принимает на себя эвентуальное обязательство уплаты. Примерами первого типа—моральной гарантии—служит гарантия Францией и Англией в 1846 г. выпущенного в этих странах займа Уругвая и гарантия Соединенными Штатами займов Сан-Доминго, Никарагуа и Гондураса (1907—1911 г.г.). Более часты гарантии с денежной ответственностью гаранта и с правом рекурса его против должника. Таковы гарантии греческих займов 1883 и 1898 г.г. Францией, Англией и Россией, турецких займов в 50-х годах, наконец, австрийского займа 1923 г. Лигой Наций. Большая часть этих гарантий имела коллективный характер и создавала солидарную ответственность государств-гарантов. Во всяком случае солидарная ответственность презюмируется, а долевое поручительство (корреальное) должно быть специально оговорено. В виду того, что гарантии могут потребовать серьезных финансовых жертв, необходимо, чтобы они давались с согласия законодательных собраний.

Организации держателей иностранных ценностей. Кредиторы, подданные какого-либо государства, не имеют никаких легальных способов восстановления прав, нарушенных их правительством, тогда как иностранные кредиторы имеют некоторую возможность защищать свои интересы. С этой целью они об'единяются в особые организации, как, например, возникшая еще в 1873 г. в Англии „корпорация держателей иностранных облигаций“, имеющая свой

совет из 21 члена, ведущая переговоры с заключившими займы правительствами и пользующаяся исключительным влиянием на бирже, французская „национальная ассоциация держателей иностранных ценностей“, созданная в 1898 г., организующая отдельные комитеты держателей и ведущая от их имени переговоры, бельгийская ассоциация. Несколько иного типа германские и швейцарские Treuhandgesellschaften. Это—акционерные общества, задача которых не только защита интересов держателей, но также и ведение счетов, ликвидация и реорганизация торговых товариществ и вообще функции финансовых агентов. Германское общество, созданное в 1892 г., сыграло роль в переговорах с Буэнос-Айресом и Турцией. Но в общем разрозненность германских обществ ослабляет их значение сравнительно с английской и французской организациями.

Преимущество описанных ассоциаций заключается в том, что они не стеснены дипломатическими соображениями представителей правительства, но для их успешной деятельности необходима полная независимость от отдельных банков или консорциумов и полная финансовая незаинтересованность; трудно сказать, насколько осуществимы указанные условия при нынешнем могуществе банковского капитала в капиталистических странах.

Методы восстановления нарушенных прав. В случае наступившего неплатежа или иного нарушения прав кредиторов, удовлетворение их претензий возможно путем одностороннего решения правительством государства-должника, полюбовного соглашения, арбитража или принудительных мер.

Первый способ редко удовлетворяет иностранных кредиторов. Наиболее частым и целесообразным методом является соглашение с кредиторами на почве взаимных уступок—понижение процентов или отсрочка платежей, обусловленные определенными финансовыми реформами. Такое соглашение было заключено в 1891 г. Аргентиной с ее кредиторами во главе с Ротшильдом: последние согласились на понижение платежей под условием ассигнования недоплаченных сумм на из'ятие бумажных денег, чем способствовали оздоровлению денежной системы и финансов; Бразилия последовала примеру Аргентины в 1898 г., Испания

заключила ряд соглашений („convenio") с английскими держателями, но часто нарушала их.

Арбитраж, т. е. третейский суд, тоже представляет миролюбивую форму решения конфликта. Суд приглашает экспертов, выясняет экономическое и финансовое положение государства и отыскивает приемлемый компромисс. Гаагская конференция рекомендовала создание международного третейского суда и выработала основания третейского разбирательства между государством и его кредиторами, воспретив применение вооруженной силы, за исключением случаев уклонения от суда или неисполнения его решений. Но она оставила невыясненным ряд вопросов: кто созывает суд, нормы какого государства применяются им, как обеспечиваются интересы кредитора до окончания суда и т. д. Нужно заметить, что мирные способы разрешения конфликтов не составляют правила и что кредиторам приходится прибегать иногда к мерам принуждения. Наиболее мирной из них является отказ в котировке займов данного государства на бирже или биржах стран-кредиторов, для чего необходимо соглашение между важнейшими биржами. Ему однако часто препятствует экономическая конкурренция капиталистических стран и политическая ситуация.

Вмешательство правительства. Когда указанные меры не оказывают своего действия, кредиторы обращаются к своему правительству за защитой своих интересов. Леруа-Болье и другие французские писатели настаивают на необходимости оказания такой помощи своим гражданам—кредиторам других государств. С другой стороны, в Англии правительство часто отказывалось от вмешательства, указывая, что лица, подписавшиеся на займы разных государств с расстроенными финансами, сознательно шли на риск, учитывая его в высоком проценте, и правительство не считало себя обязанным спасать их. Фактически, однако, английское правительство часто вмешивалось, избегая, правда, принудительных мер и тем более вооруженного вмешательства.

Интервенция. Дипломатическое давление на правительство государства-должника обычно предшествует

радикальным мерам и может оказаться достаточным, особенно, если исходит от „концерта великих держав“, как например, воздействие берлинского конгресса на Турцию в 1879—80 г., поведшее к созданию международного финансового контроля. Интервенции не исчезли из международного обихода и ныне, как нам достаточно хорошо известно, и хотя они признаются теперь „не самостоятельным правом, а лишь санкцией других нарушенных прав“, но оценка этих нарушений и правильности интервенции остается на усмотрении отдельных правительств. Против таких интервенций энергично возражают представители государств-должников, доказывая, что ради материальных интересов отдельных граждан нельзя жертвовать жизнью граждан. Но все эти теоретические разговоры бесполезны: интервенции — печальный факт, но факт международной жизни.

Принудительные меры, к которым прибегает государство, могут быть более или менее энергичными: реторсии, репрессалии в форме запретов, налагаемых на имущество или капиталы государства-должника, находящиеся в стране кредиторов, и прекращение торговых сношений, блокада портов и, наконец, даже вооруженное вмешательство, примером которого была бомбардировка портов Венецуэлы Англией и Германией в 1902 г.

§ 26. Международный финансовый контроль.

Наиболее действительной мерой обеспечения кредиторов является контроль над финансами государства-должника. Он возникал большей частью по инициативе ассоциации кредиторов после дипломатических „внушений“ или интервенций и чаще всего осуществляется несколькими государствами через посредство международных финансовых комиссий. После войны возникла новая форма—контроль Лиги Наций.

Примером контроля со стороны одного государства, закончившегося протекторатом, может служить история вмешательства французского правительства в финансы Туниса, приведшего к понижению процентов по займам, консолидации невыплаченных купонов, обеспечению долга таможенными доходами и управлению им со стороны особой комиссии.

Финансовый контроль в Египте был вызван расточительностью хедивов и неисполнением обязательств в 70-х годах: созданная в 1876 г. „касса государственных долгов“ под управлением шести иностранных комиссаров разрешала новые займы и ведала доходами, которыми были обеспечены долги. Все долги были разделены на: 1) привилегированный 5%-ный долг, обеспеченный доходами от железных дорог, телеграфа и Александрийского порта, 2) 4%-ный унифицированный долг, обеспеченный таможенными доходами и платежами некоторых провинций, 3) долг, специально обеспеченный доходами от государственных доменов, и 4) текущие, неконсолидированные долги, погашаемые на 30% наличными деньгами, а на 70% облигациями привиллегированного долга. Для покрытия недостающих до платежа полностью сумм был создан особый запасный фонд. Оздоровление финансов позволило конвертировать в 1890 г. займы в 4-х и 3-х %-ные.

Наиболее значительной организацией международного контроля был созданный декретом Мухаррема от 8-го декабря 1881 г. международный совет по управлению государственными долгами Турции — Dette ottomane. Сумма долгов Турции была сокращена до размеров эмиссионного курса, но зато повышена на 10% взамен недоплаты процентов. Процент по займам был понижен до 4-х, а погашение производилось из остатков доходов, обеспечивавших долговые платежи. Часть этих доходов находилась в непосредственном управлении совета (соляная монополия, питейный и гербовый сборы), другие взимались турецкими властями и передавались совету; табачный доход был сдан смешанному обществу, ежегодно выплачивавшему 750 тыс. турецких лир. Таким образом, декрет Мухаррема взамен некоторого сокращения капитальной суммы долга и процентов давал кредиторам весьма солидное обеспечение. Но описанная организация в настоящее время не действует, так как турецкое правительство, несмотря на протесты кредиторов, не восстановило совета Dette ottomane в правах. Положение остается до сих пор неопределенным: Лозаннским договором управление доходами передано турецкому правительству; общая сумма его долгов исчисляется в 82 милл. турецких фунтов.

В числе государств, находившихся под финансовым контролем, была Греция, финансы которой окончательно расстроились после войны с Турцией в 1898 г. Была образована международная комиссия из представителей шести великих держав, и долги были обеспечены доходами от монополий табачного акциза, гербовых и таможенных пошлин, а в случае их недостаточности—другими источниками. Для заключения новых займов требовалось согласие комиссии, а в случае разногласий с правительством спор решался третейским судом. Финансовые результаты контроля оказались удачными, и он действует поныне, но события последних лет снова резко расстроили греческие финансы. Такой же контроль, но с гораздо меньшим ограничением прав государства-должника, мы встречаем в Сербии до войны.

После войны наиболее интересным примером финансового контроля служит Австрия: когда на краю полного истощения раззоренная и обанкротившаяся Австрия обратилась к европейским державам за помощью, последняя была предоставлена ей в форме коллективной гарантии несколькими державами внешнего займа Австрии сроком на 20 лет (1923—43 г.г.) на сумму до 580 милл. крон, причем каждый гарант обязан был в случае неплатежа внести свою долю (гарантия не солидарная, а корреальная). Но кроме этой гарантии заем обеспечивался доходами от табачной монополии и таможенных пошлин, а в случае недостаточности их—другими доходами. Над австрийскими финансами был установлен строгий контроль, осуществлявшийся контрольным комитетом из представителей государств-гарантов и избираемыми советом Лиги Наций комиссарами. Принятые меры оказались действительными, и хотя оздоровление денежной системы было одной из причин экономического кризиса и безработицы, но бюджет был в 1925 году сбалансирован даже с некоторым избытком, и 30-го июня 1926 г. контроль Лиги Наций был снят.

§ 27. Разверстка государственных долгов.

Последняя война совершенно перекроила карту Европы: одни великие державы распались на ряд мелких государств (Австро-Венгрия), другие лишились значительных террито-

рий (Россия, Германия), образовавших самостоятельные государства (Польша, прибалтийские государства) или вошедших в состав соседних государств. В виду этого получил особенное значение вопрос о государственном преемстве и о связанном с ними распределении долгов расчлененных государств. Мы не станем останавливаться на спорном в юридической литературе вопросе о государственном преемстве: многие юристы отрицают возможность перенесения долгов государства на отпавшие от него территории или на государства, приобревшие эти территории; но эта „строго юридическая“ точка зрения практически несостоятельна: государственные долги обеспечиваются всем достоянием государства, и, поскольку платежеспособность страны изменяется с изменением ее территории, должно изменяться соответственно экономическую базису распределение бремени государственного долга. Последовательное применение критикуемой теории привело бы, по справедливому замечанию Зака, по мере постепенного таяния государства, к полному исчезновению базиса государственного кредита. Поэтому следует признать практически правильным принятие на себя государствами-преемниками определенной доли долгов государства расчленяемого; притом эта доля должна падать не только на отделяемую территорию, но на все присоединившее ее государство. Такое решение вопроса мы встречаем в громадном большинстве международных договоров и можем считать его прочно утвердившимся в международной практике.

Масштабом разверстки может служить площадь отошедшей территории, население ее, сумма получавшихся налогов или иных доходов или же общая платежеспособность данной местности. Наиболее грубыми критериями являются площадь и население, но в экономически мало развитых странах можно руководствоваться и ими. Более целесообразным масштабом следует признать сумму податных поступлений, хотя она зависит от характера податной системы.

Разверстка долгов не решает еще вопроса об ответственности того или иного государства перед кредиторами: если не произошла новация обязательства, то есть, если государство-преемник не приняло на себя непосредственной

ответственности перед кредиторами, то ответственным остается государство, заключившее заем.

Способы разверстки. Государства-преемники вносят государству расчлененному для расплаты с его кредиторами определенные доли процентных платежей (такая система называется „контрибутивной“) или вносят соответственно доли капитальной суммы долгов. Последнее осуществляется путем „эквализационных“ облигационных займов, выпускаемых государством-преемником на сумму причитающейся с него доли, и передачи облигаций этих займов или реализованной суммы государству, уступившему ему часть территории. В случае „новации“ обязательства имеет место „реальная разверстка“, т. е. каждое государство создает новый долг, равный причитающейся с него доле прежних долгов расчлененного государства. Наиболее целесообразной формой такой разверстки А. Н. Зак признает замену определенного числа облигаций государства-должника соответствующим числом облигаций государств-преемников. Наконец, возможно создание специального учреждения, на которое возлагается расплата по долгам и которое является непосредственным должником держателей прежних облигаций.

Из описанных способов разверстки контрибутивная система представляет большие неудобства в том случае, когда государство расчлененное и государства-преемники имеют неравноценную валюту или неодинаково прочный кредит: если государства-преемники вследствие финансового расстройства не исполняют своих обязательств, то положение государства расчлененного, остающегося непосредственным должником держателей облигаций, оказывается весьма затруднительным; и обратно, если государство расчлененное находится в тяжелом финансовом положении, то при указанной системе страдают держатели облигаций. Поэтому более целесообразным способом следует признать новацию обязательств.

Примерами разверстки долгов являются: распределение турецких долгов, согласно Лозаннскому договору, между Турцией и государствами, получившими часть ее территории, и распределение австро-венгерских долгов.

Турецкие займы были разделены на две категории: заключенные до 17 октября 1912 г. и от 17 октября 1912 г. до 1 ноября 1924 г., при чем последние падают на Турцию в большей доле, чем первые; так, например, доля Турции составляет для первых 62,25%, а для вторых 76,54%, доля Сирии—8,15% и 10,02%; Ирака—3,96% и 4,87%, Арабских государств—4,13% и 4,8%, тогда как на Грецию падает 10,57% старых долгов, и только 0,55% новых, на Юго-Славию—5,25% старых долгов, на Албанию—1,57% и т. д. [1]).

Австро-венгерский долг. Согласно Сен-Жерменскому и Трианонскому договорам облигации займов Австрии и Венгрии должны были быть проштемпелеваны в течение трех месяцев по вступлении в силу этих договоров каждым государством, на территории которого они обращались. Держатели этих облигаций стали кредиторами государств-преемников, проштемпелевавших их. В случае, если количество проштемпелеванных каким-либо государством облигаций превысило приходящуюся на его долю по разверстке сумму долгов, государство должно было получить от репарационной комиссии разницу в виде облигаций „пассивных“ государств (недоштемпелевавших причитающуюся с них долю облигаций) пропорционально доле каждого из этих государств в общем пассиве. Иностранные держатели получили от репарационной комиссии взамен своих облигаций удостоверения, дающие право на получение новых облигаций пассивных государств. Указанная система приводит к ряду неравномерностей, чересчур усложняет рассчеты и практически нецелесообразна, так как нарушает интересы иностранных держателей и части государств-преемников: почему, напр., иностранные держатели обречены на получение облигаций только пассивных, т. е. наиболее слабых в финансовом отношении государств, вместо того, чтобы разложить эти обязательства между всеми государствами-преемниками пропорционально общей разверстке? Государства с хорошими финансами, как, напр., Чехо-Словакия, чтобы уничтожить свой пассив, скупали свои обязательства на бирже и таким образом освободились от них. В результате, соглашением 3 ноября 1925 г. в Праге

[1]) Statesman's Yearbook 1927.

было установлено распределение внешнего долга (облигации иностранных держателей), при котором Чехо-Словакия совершенно освободилась от платежей по венгерским долгам, хотя согласно распределению государственных долгов на нее приходилось около 16% венгерского долга.

Разверстка внутреннего долга была следующая: военные долги 1914—18 гг. легли всецело на Австрию, из довоенных долгов те, которые были обеспечены доменами, распределены в зависимости от размера отошедших к каждому государству доменов, остальные разверстываются согласно податной платежеспособности отошедших областей, но в виду примененного метода штемпелевания государства с более прочными финансами, как, напр., Чехо-Словакия, проштемпелевавшие большее количество облигаций, чем с них причиталось, получат разницу в мало надежных облигациях более слабых в экономическом и финансовом отношении государств. Таковы основные недостатки принятой Сен-Жерменским договором разверстки, не говоря о более мелких недочетах.

§ 28. Междусоюзнические долги.

Междусоюзническими долгами называются долги отдельных государств другим государствам, образовавшиеся по случаю войны и ее последствий. Кредиторами по ним являются государства, а не частные лица. Этим они отличаются от военных займов, заключенных на частном рынке, хотя бы эти займы были заключены несколькими государствами за солидарной их ответственностью (как, например, заем 1915 г. Англии и Франции в Соединенных Штатах) или одним государством с гарантией других союзных государств. Потребность финансовой взаимопомощи сказалась уже в первый год войны в связи с заграничными закупками военного снаряжения и другими затратами. Уже в феврале 1915 года Парижская конференция министров финансов Франции, Великобритании и России признала необходимым „об'единить финансовые средства трех держав так же, как и военные, для ведения войны до успешного конца и с этой целью принять на себя в равных долях авансы, настоящие и будущие, странам, ведущим совместно с ними войну или

намеревающимся присоединиться к ним. Авансы должны были быть покрыты из средств каждой из держав, а также путем выпуска займа от имени трех держав". Но последняя мера не осуществилась, так как встретила в Англии сильную оппозицию: заключать совместные с Россией займы значило бы значительно ухудшить условия, на которых Англия могла получать кредит (и единственным об'единенным займом был вышеупомянутый заем 1915 г. Франции и Англии). Вообще же Англия предпочитала финансировать заказы и закупки союзников, содействуя выпуску ими на ее рынке краткосрочных обязательств или оплачивая непосредственно эти заказы и кредитуя на соответственную сумму союзные правительства. Больше всего в таких ссудах нуждалась, конечно, Россия как для оплаты закупок, так и для уплаты процентов по довоенным долгам. Ею было выпущено в Англии краткосрочных обязательств в 1914—15 г. на 132 милл. фунт.; Французский банк тоже открыл русскому государственному банку кредит на 625 милл. франков, к которым прибавились вскоре дальнейшие обязательства. Был заключен на внешнем рынке и долгосрочный заем (225 милл. в 1916 году), но он был исключением. Большая часть ее обязательств представляла собой бессрочные кредиты, которые даже не были полностью использованы. Для обеспечения размена при напряжении эмиссии Английский банк нуждался в увеличении своего скромного золотого запаса. Поэтому Англия настояла на отправке Россией в Лондон части золотого фонда, в общем на 28 милл. фунт. стерл. Часть этого золота записывалась в кредиторский счет государственного банка (call money) и обозначалась в наших росписях, как „золото заграницей".

Франция оказалась тоже в очень тяжелом финансовом и экономическом положении и прибегла к финансовой помощи Англии, банк которой выпускал за счет банка Франции билеты казначейства или учитывал банку Франции из 7% билеты казначейства за счет французского правительства. Французский банк тоже должен был переслать в Лондон золото на сумму до 500 милл. франков, взамен чего ему открывались втрое большие кредиты. Эти золотые депозиты банка Франции возросли впоследствии почти до 2-х миллиардов. В настоящее время обеспеченный ими долг вы-

плачен, и золото возвращено. Ссуды мелким союзным государствам оказывались Англией и Францией отдельно; среди них главным должником была захваченная неприятелем Бельгия. С 1916 года Франция уже не силах была кредитовать других союзников; одна только Англия поддерживала кредитом Францию, Россию и вступившую в войну с 1915 года Италию.

Но в 1917 году на смену Англии выступают Соединенные Штаты, у которых Европа в течение трех лет усиленно закупала жизненные припасы, сырье и делала громадные военные заказы, перекачав к ним миллиарды золота и ценных бумаг и сильно задолжав им. Поэтому первым актом конгресса после вступления в войну было открытие кредита союзникам: закон 24-го апреля 1917 года о первом „займе свободы“ и закон 24-го сентября 1917 года о втором займе предоставили союзным правительствам ссуды на сумму 885 милл. долларов; в следующие два года эти ссуды возросли на 4.739,4 милл. и 3.477,8 милл. С весны 1919 года дальнейшее открытие кредитов Франции было прекращено, но некоторые мелкие государства Европы продолжали получать ссуды: по снабжению населения продуктами питания, на что было ассигновано в 1919 году 100 милл., и для продажи „Зерновой корпорацией Соединенных Штатов“ нуждавшимся странам зерна (1920 год). Кроме того, закон 1918 года разрешил продавать союзникам излишки оставшегося в Европе военного снаряжения, которое закупила главным образом Франция. Общая первоначальная сумма этих долгов составила 10.338 милл. долларов, затем она обростала процентами, но с другой стороны частично погашалась; главными должниками были Англия (4.074,8 милл.), Франция (3.340,5), Италия (1.647,87), за ними шли Бельгия (377), Россия (192,6), Польша (159,6) и проч.

Первые годы после окончания войны в большинстве государств мало думали о погашении указанного долга. Во Франции, в Италии и даже в Англии господствовало убеждение, что долги должны быть аннулированы, так как воевавшие государства „об‘единили свои финансовые средства для общей цели“. Такова была точка зрения и многих американских ученых и банковских кругов. Проф. Селиг-

ман приводил в пользу аннулирования междусоюзнических долгов как соображения справедливости — солидарности союзников в войне и крупных жертв, понесенных ими, так и экономические доводы: он правильно указывал, что уплата Европой своих долгов Соединенным Штатам резко сократит ее покупательную способность и затруднит экспорт в Европу. Однако, указанная точка зрения не встретила сочувствия в широких кругах населения и в обоих палатах конгресса: американцы находили и находят, что Соединенные Штаты увеличили до крайности из-за войны свою задолженность, платят высокие налоги и что поэтому они имеют право требовать обратно от своих бывших союзников платежи по долгам. Образованная по закону 9 февраля 1922 года „комиссия по внешним долгам мировой войны" должна была вступить в соглашение с государствами-должниками, причем не имела права удлинять срок погашения долга далее 1927 года и понижать процент ниже $4^1/_4$%. Эти суровые условия вызвали многочисленные протесты в Европе. Что касается Англии, министр иностр. дел Бальфур выступил с нотой, в которой он об'яснял требования Англией долгов от союзников необходимостью погашать долг Соединенным Штатам; признавая желательным взаимное погашение указанных долгов, Англия указывала на невозможность для нее последовать этому принципу в силу тяжелого бремени предстоящих платежей. В 1923 году Англия заключила с Соединенными Штатами соглашение о погашении своего долга, причем срок погашения был значительно удлинен по сравнению с тем, который был сначала установлен американским правительством—до 62 лет, и процент был понижен. Общая сумма долга Англии была (по уплате части наросших процентов и займа, заключенного для покупки серебра) определена в 4.600 милл. дол. Этот долг погашается взносами, возрастающими от 23 милл. до 175 милл. к концу срока погашения. Процент составляет в течение первых пяти лет 3%, а после этого срока $3^1/_2$%. Уплата может производиться облигациями американских займов, Англия может также отсрочивать половину платежей на 5 лет или уплачивать проценты сразу за несколько лет. Несмотря на эти облегчения, бремя платежей для Англии не легко. Кроме Англии

урегулировал свои долги Соединенным Штатам ряд мелких государств, нуждавшихся в новых кредитах. В 1925 году наступила очередь Бельгии и Италии.

Соглашение с Бельгией от 18-го августа 1925 года тоже рассрочило уплату на 62 года, причем процент за первые десять лет сильно понижен, но по истечении их уплачивается $3^1/_2$%; таким образом, в течение 52 лет платежи будут составлять ежегодно 12,7 милл. долларов.

Еще льготнее условия соглашения, заключенного 14 ноября 1925 года с Италией: 100 милл. долл. из 500 милл. наросших по долгу процентов скинуты со счетов, так что долг исчислен к моменту соглашения в 2.042 милл. долл. Погашение происходит в течение 62 лет, причем в течение первых пяти лет Италия не платит процентов, и ее платежи в погашение долга составят ежегодно всего 5 милл.; затем начинается уплата процентов, возрастающих от $^1/_8$% до 2% (в течение последних 7 лет). Средний платеж в течение первых 30 лет будет ниже 20 милл., а в течение последних 32 лет — 50 милл. Итальянское правительство может приостанавливать на 2 года платежи. Нынешняя ценность (Gegenwartswert) будущих платежей составляет 435 милл. долл., т. е. в 5 раз ниже суммы долга [1]).

Таким образом, Италия получила наиболее выгодные условия. Даже более мелкие страны, как Чехо-Словакия, не получили столь значительных льгот: она должна платить, как и богатая Англия, первые 10 лет 3%, а затем $3^1/_2$%, по своему, правда, небольшому долгу (115 милл. долларов), тоже рассроченному на 62 года. Льготные условия Италии об'ясняются, повидимому, не столько искусством ее представителей и энергией ее протестов против платежа по внешним долгам, сколько заинтересованностью американского капитала в ломбардской промышленности, куда он уже проник в значительных размерах.

Наибольшая борьба по поводу этих долгов идет между Францией и Соединенными Штатами. В начале 1925 г. поездка Кайо в Америку и его переговоры с комиссией по военным долгам не увенчались успехом. Он предлагал начать платежи с 25 милл. в течение первых пяти лет и по-

[1]) J. Tivarone Compendio di sc. d. fin. 1926, p. 294—6.

степенно повышать их до 50 милл., тогда как комиссия требовала начальных платежей 40 милл., затем 60 милл. и т. д. В конце концов согласились на том, чтобы уплачивать временно по 40 милл. ежегодно с тем, чтобы окончательно разрешить этот вопрос впоследствии. Весной 1926 года (29 апреля) французский сенатор и посланник в Соед. Штатах Беранже заключил с комиссией следующее соглашение: сумма долга определена в 4.025 м. долл.; платежи рассрочиваются на 62 года и возрастают от 30 м. до 125 м. д. (в 1842—86 г.) [1].

Соглашение, заключенное Беранже, до сих пор не ратифицировано французскими законодательными собраниями, и хотя урегулирование долга Соединенным Штатам признается крайне необходимым, однако французское правительство с ним пока не спешит. Но оно начало уже производить фактические выплаты на основании указанного соглашения. Эти выплаты, не санкционированные парламентом, по правде сказать, не вполне легальны, но они целесообразны, так как благодаря им не нарастает сумма долга.

Англия тоже добилась ряда соглашений со своими должниками об уплате ими долгов.

28-го января 1926 года было заключено соглашение с Италией, которая должна была ей 610,84 милл. фунтов бонами итальянского казначейства. Соглашение очень выгодно для Италии, обязавшейся уплачивать в 1926 г. 2 милл., в 1927—28 г.—по 4, в 29-32 г.—по 4,25, с 33 по 86 г. по 4,5 милл. и в 86-87 г.—2,25 милл. Итак, долг рассрочен на 60 лет, причем Италия платит по нему только проценты; она может отсрочивать платежи, платя в таком случае по недоимке 5%. В соглашении оговорено, что если платежи союзников Англии превысят платежи последней Соединенным Штатам, они соответственно будут понижены для каждого государства-должника. Эта оговорка является осуще-

[1]) Долг американскому правительству (dette politique) составлял сначала 2933 м., с начислением неоплаченных процентов он возрос до 3814 м. (!), а вместе с долгами за купленное военное снаряжение (dette commerciale)—4221 м., каковую сумму американцы согласились уменьшить до 4025 м.; сумма платежей за 62 г. составит 7000 м., но их „учтенная“ цена (Gegenwartwert) равна 2008 м., т. е. в 2 раза меньше нынешней суммы долгов.

ствлением ноты Бальфура. Обеспечением долга служит между прочим депонированное итальянскими эмиссионными банками золото, которое будет постепенно возвращаться Италии по мере погашения долга. Соглашение с Францией, заключенное еще с Кайо, до сих пор не ратифицировано; согласно ему Франция обязана уплачивать ежегодно по 12,5 милл. ф.

Таким образом, проблема междусоюзнических долгов получила решение в том духе, в котором она предполагалась Соединенными Штатами: союзники обязались к платежам независимо от размера получаемой ими от Германии репарации; американская точка зрения победила. Англия вступила в соглашение в интересах престижа и сохранения финансовой роли Лондонского денежного рынка. Что касается других европейских государств, то они пошли или пойдут на уступки в виду того, что нуждаются в новых займах и эти займы могут получить только из Америки. Упорство Америки в требовании платежей об'ясняется, повидимому, не только психологией американского обывателя, но и стремлением американского капитала таким путем добиться влияния в Европе и Азии. Выражением этих тенденций являются статьи некоторых американских финансистов, предлагающих выплату французских долгов облигациями и акциями французских промышленных предприятий. Приобретение американцами облигаций менее страшит французов, нежели проекты приобретения акций; нужно заметить, однако, что в настоящее время и владение облигациями может способствовать значительному влиянию владеющего ими иностранного капитала. Франция— на пути к превращению в страну с крупной тяжелой индустрией, а американский капитал стремится, если не захватить ее, то по крайней мере вовлечь ее в свою орбиту. Другим способом расплаты может быть, по мнению некоторых американцев (Batsell), уступка морской базы в Индо-Китае(!).

Несмотря на разделение репарационной проблемы и проблемы междусоюзнических долгов, связь между ними сознается в большинстве стран, и если через несколько лет придется пересмотреть план Дауэса и несколько сократить возложенные на Германию платежи, то нужно думать, что в соответствии с этим будут пересмотрены и описанные

выше соглашения насчет междусоюзнических долгов, тем более, что в Соединенных Штатах усиливается движение против строгого взыскания долгов с бывших союзников, о чем ярко свидетельствует полемика группы американских ученых с секретарем казначейства Меллоном. Денежный капитал и интересы экспортеров, вероятно, приведут в дальнейшем к смягчению суровых требований в отношении уплаты междусоюзнических долгов.

Литература: к § 22—25. G. Freund. Rechtsverhältnisse der öffentlichen Anleihen 1907.—G. Jèze, o. c. ch. VII. Wuarin. Essai sur les emprunts d'état et la protection des droits des porteurs des fonds d'états étrangers. 1907.—L. Drago. Les emprunts d'état et leurs rapports avec la politique internationale 1907. Chaulin-Servinière II, ch. 2 и Callière o. c. (о праве конверсий).—Körner. Staatsschuldentilgung und Staatsbankerott 1893. Meili D. Staatsbankerott in der Rechtswissenschaft 1875. P. Dehn. Moderne St.-b. 1895.—Collas. D. St.-B. und seine Abwicklung 1904.—Fischer. Vom St.-b. 1922. Manes. St.-b. 1919 и сл. изд. Feder, Goldscheid (1918), Haefner, Hainer, Loewi (1922) и др.

Freund D. Schutz der Glaübiger gegenüber auswärtigen Schuldnerstaaten 1910.

К § 26: Appleton. Des effets des annexions sur les dettes de l'état démembré ou annexé 1895, Huber. Die Staatensuccession 1898.—Keitlh. The theory of state succession 1907.—Schmidt. Der Uebergang der Staatsschulden bei Gebietseinteilungen 1915.—А. Зак. Разверстка государственных долгов 1923.—A. Sack. Le mode de répartition des dettes autrichiennes et hongroises Revue d'écon. pol. 1927 № 1. Jèze Cours (1922), ch. IX.—Schönborn Staatensuccessionen 1913 и др.

К § 27: Fisk. The interallied debts (русск. пер.: Финансовое положение Европы и Америки после войны).—Mautner. Die Verschuldung Europas 1923. Seligman. Les dettes alliées Rev. de sc. et de lég. fin. 1923 № 1.—Статьи. Lièsse'a в Econ. français, Jèze в R. S. L. F и др. Treasury Annual Reports f. 1923, 24, 25 (амер.). B. Grizziotti. La politica finanziaria italiana (1926), p. 126—9 и там же ст. Fossati, p. 141—70. Готье. Междусоюзнические долги В. Ф. 1926 № 4.—Алексеева. Международные долги. Эк. Об. 1926.—Воронин. Соврем. полож. вопроса о междунар. долгах. В. Ф. 1925 № 2.—Твердохлебов—доклад в И. Э. И. (Ленингр.) 1925 и др.—International problems and relations. Proceed. of the Ac. of pol. sc. July 1926. The interallied debts and the United States N. J. (Nat. Industr. Confer. board) 1925.—Moulton and Lewis The french debt problem 1925. W. R. Batsell. The debt settlements and the future. 1927.—F. François-Marsal. Les dettes interalliées. 1927.

ГЛАВА VI

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ КРЕДИТ СССР

§ 29. Развитие государственного кредита в России. Дореволюционные долги России и их аннулирование.

Государственные долги России достигли уже до войны внушительной цифры в 8,8 миллиардов рублей. Довоенный долг образовался главным образом вследствие прежних войн, но значительную долю в нем составляли консолидированные железнодорожные займы. Кроме государственного долга в тесном смысле слова, на государстве лежали еще гарантированные займы частных жел.-дор. обществ (2,3 мд.), долги государственных ипотечных — дворянского и крестьянского банков (2,3 мд.), а также задолженность сберегательных касс по вкладам. Не считая последней, можно определить довоенный долг в 13,5 млд. руб.

В отличие от других крупных государств, значительную часть государственных долгов России составляли внешние займы: до войны — 4.200 м., кроме 870 мл. гарантированных железнодорожных, а ко времени революции 12,5 млд. р. Эти займы, начавшиеся еще при Екатерине II — во время первой турецкой войны, чаще всего вызывались войнами, затем неудачными попытками из'ятия ассигнаций — при Гурьеве (займы 1820 и 1822 г.) и в 60-х годах, и усиленным железнодорожным строительством (гарантированные и консолидированные займы 60 — 70-х годов и 90-х годов). Таким образом, назначения займов были: военные расходы, производительные затраты и валютные мероприятия; при Витте получила развитие тенденция привлекать таким путем иностранные капиталы, столь нужные для развития русского народного хозяйства. Но платежи процентов

по этим займам ложились тяжелым бременем на страну, заставляли вечно заботиться об усилении экспорта, о привлечении валюты (уплата таможенных пошлин золотом) и ставили русское правительство в сильную зависимость от иностранного банкового капитала.

Во время последней войны долги России (главным образом Англии — 5.875 м. из 7.428 м.) выражались не в займах, а в учтенных заграницей обязательствах русского казначейства или в непосредственных правительственных ссудах (см. § 27).

Внутренние займы появились впервые при Сперанском—займы 1809 и 1810, главным образом, для из'ятия ассигнаций; затем, при Гурьеве для той же цели выпущено было несколько крайне низкопроцентных займов. Но в общем до 60-х годов XIX столетия внутренние займы были слабо развиты: дефициты пополнялись преимущественно выпуском ассигнаций (до 1812 г.), затем — позаимствованиями из государственных кредитных учреждений (особенно при Канкрине). В 60—70-х г.г. ликвидация старых кредитных учреждений, железнодорожное строительство, выкуп надельных земель и, наконец, турецкая война вызвали заключение внутренних займов (в т. ч. два выигрышных 64 и 66 г., 3 „восточных" займа 1877—9 г.). Конверсионные операции Вышнеградского, понизив номинальный процент по займам с 5 до 4%, увеличили капитальную сумму долга; Витте об'единил значительную часть долгов в 4%-ной ренте.

Девяностые годы были эпохой обилия денежных капиталов и улучшения условий кредита на западе и у нас. Война с Японией вызвала новое быстрое нарастание долга и ухудшение условий займов, особенно послевоенных низкопроцентных займов 1906 и 1909 г., но затем хороший урожай 1909—10 г., быстрый экономический рост страны и некоторое оздоровление бюджета улучшили финансовое положение и позволили начать погашение. Новая война разрушила это сравнительное благополучие, заставив выпустить до 1917 г. 5 внутренних займов на 8 мд., билетов казначейства на 0,85 мд. и краткосрочных обязательств на 18,9 мд., из которых оставалось в обращении ко времени первой революции 5 мд. Растущая эмиссия бумажных денег повела к их обесценению на 30%.

Наступившая революция еще более ухудшила положение: бюджет разбухал, дефицит стал угрожающим, бумажная эмиссия росла, поднявшись к осени 1917 года до 18 мд., а курс рубля падал. Заем Свободы дал немногим больше 4 мд. обесценившимися вдвое рублями. Эмиссия бумажных денег на 1 ноября 1917 г. составляла $22^1/_2$ млд. руб., возросши с 1914 г. на 20,8 миллиардов.

Октябрьская революция застала государственный долг в таком состоянии:

внутренний долг состоял из $4^1/_2$ млд. довоенных займов, 12,85 млд. военных долгов и 4 млд. краткосрочных обязательств казначейства, всего 21 млд.,

внешний долг — из 4,2 млд. довоенных займов, выросших с невыплаченными процентами до 5 мд., и 7,768 мд. р. „междусоюзнических“ ссуд, из которых, впрочем, часть служила для уплаты процентов по довоенным долгам, а часть не была еще целиком использована (кредиты, открытые С. Штатами и др.), всего около 12 мд. Эти долги были далеко не унифицированы, несмотря на происшедшую при Витте конверсию в 4% ренту: оставалось еще много старых займов, выпущенных из разных процентов на разные сроки, два выигрышных, займы общие и железнодорожные, займы, выпущенные в золотой валюте и бумажной, займы с золотым паритетом и без него. Платежи по внутренним долгам (около 1 млд.) могли производиться в бумажной валюте, но по большинству внешних займов—по „золотому паритету“.

Октябрьская революция актом репудиации покончила с этими долгами: декрет от 21 января 1919 г. аннулировал (с декабря 1917 г.): 1) „все государственные займы, заключенные правительствами российских помещиков и российской буржуазии, перечисленные в особом списке“, 2) все гарантии, данные по займам различных предприятий и учреждений, 3) „безусловно и без всяких исключений“ — все иностранные займы. Краткосрочные обязательства и серии (билеты государственного казначейства) оставлены были в силе, но платеж процентов по ним прекращен: они получили „хождение наряду с кредитными билетами“, чем узаконялось фактическое положение вещей: печатный станок

не поспевал за потребностью в новых денежных знаках, и всякие обязательства казны служили таковыми.

Аннулируя внутренние займы, декрет устанавливал льготу для малоимущих граждан, владеющих облигациями на сумму не свыше 10 тысяч рублей. Они должны были получить взамен именные свидетельства нового займа, условия которого должны были быть определены особо; определение того, какие граждане являются малоимущими, возлагалось на особые комиссии местных советов, которые могли аннулировать полностью сбережения, приобретенные нетрудовым путем. Вклады в сберегательные кассы и проценты по ним были признаны неприкосновенными, а принадлежащие им облигации займов заменены записью в книгу государственного долга РСФСР. Для кооперативов, местных органов и других „общеполезных или демократических“ учреждений, владеющих облигациями, вырабатывались особые правила. Руководство всем делом ликвидации государственных займов было почему-то возложено на ВСНХ, а непосредственное осуществление — на государственный банк. Декрет от 26 октября 1918 г. предписывал всем лицам и учреждениям немедленно сдать все принадлежащие им аннулированные государственные и гарантированные ценные бумаги в Народный (Государственный) банк, казначейства или сберегательные кассы, а гражданам, владеющим облигациями на сумму до 10 тыс., зачислять их на текущей счет Народного банка, и только в исключительных случаях особо образованным комиссиям предоставлялось право выдавать таким лицам деньги наличными.

Таким образом, на мелких держателей займов, признанных малоимущими, и вкладчиков сберегательных касс репудиация не распространялась, и многие из последних пользовались предоставленным правом, но недолго, так как вскоре обесценение валюты достигло такой степени, что суммы до 10 тыс. стали совершенно ничтожными. Выдача возмещения за аннулированные ценные бумаги производилась до осени 1920 г. и была прекращена декретом 15 сентября 1920 г.

Держателей займов, подпадавших под декрет, оказалось весьма немного, да и их настигло „денежное“ банкротство

государства. После восстановления валюты Советская власть не издавала декрета о частичном восстановлении ценности их облигаций (Aufwertung). Таким образом, по внутренним долгам счеты с прошлым покончены.

Что касается внешних довоенных займов, Советская власть ныне готова допустить некоторые отступления от декрета 1918 г.: в интересах привлечения столь нужных для развития народного хозяйства иностранных капиталов Советское правительство выражало не раз — на Генуэзской и других конференциях и в переговорах с Англией и Францией—готовность „признать обязательства павших русских правительств в обмен на ряд уступок со стороны других держав; важнейшей из последних должно быть предоставление в распоряжение российского правительства реальных кредитов, которые должны быть заранее установлены“ [1]).

Указанная уступка была не принципиальная, а чисто тактическая, вызванная потребностью в дальнейших кредитах. Но она пока ни к каким результатам не привела: внешних займов СССР заключить до сих пор не удалось, так как без гарантий со стороны правительств они вряд ли осуществимы, а таковой при нынешних отношениях дано не будет [2]).

Советское правительство, репудиируя свои долги, освободило от них в договорах и отделившиеся от России государства. Не возникнет ли для последних обязанность участия в платежах по долгам России в том случае, если частичное признание их со стороны России последует? Нужно думать, что с отпадением предпосылки соответственных статей в договорах — полной репудиации Советской Россией долгов—„приграничные“ государства должны будут участвовать в платежах; во всяком случае, соответ-

[1]) Русский ответ от 11 мая 1922 г. на меморандум союзников. Материалы Генуэзской конференции. Полн. стен. отчет, Москва 1922 г., стр. 237.

[2]) Только Германское правительство согласилось гарантировать кредитование немецкой промышленностью СССР, не обусловливая притом этой гарантии признанием прежних долгов, от которых оно отказалось. Но это кредитование не есть заем в тесном смысле слова.

ственная доля при расчетах внешних долгов России должна быть исключена [1]).

§ 30. Восстановление кредита. Период до 1925 г.

Вместе с новой экономической политикой, восстановлением денежного бюджета и налоговой системы возродился, начиная с 1922 г., и государственный кредит. С тех пор „немного прожито, но много пережито“: за пять лет перед нами прошли пестрой вереницей займы натуральные и денежные, принудительные и добровольные, выигрышные беспроцентные и процентные, крестьянские и общие. Эту бурную пятилетнюю историю мы разделим на два периода: до отказа от принудительных займов и после него. В свою очередь первый период можно разделить на два: период (1922—24 г.) бумажно-денежного обращения и период от момента восстановления валюты до отказа от принудительных займов.

1-й период. Главной задачей государственного кредита в течение первых двух лет была постепенная замена денежной эмиссии более здоровой формой покрытия бюджетных дефицитов. Катастрофическое падение валюты вызывало общее „бегство от рубля“, стремление превратить его в „реальные“ или „устойчивые“ ценности. При таких условиях обыкновенные денежные займы не могли привлечь подписчиков: государству приходилось заменять их натуральными или ценностно-устойчивыми займами и даже при этих условиях прибегать к принудительным формам кредита.

Натуральные займы. Декретом 22 мая 1922 г. был разрешен к выпуску 1-й хлебный заем на скромную сумму в 10 м. пудов хлеба (ржи [2]) на очень краткий срок в 8 мес.— до 31 января 1923 г. Подписная цена облигации (пуда ржи) была установлена одинаковая для всей страны и на весь период подписки, растянувшийся на полгода. В результате этой неудачной меры реализация займа была неравномерной по районам и по периодам, в зависимости от отно-

[1]) Так смотрят на вопрос и западные исследователи. См. Пасвольский и Моультон. Русские долги и восстан. России, русск. пер. 25.

[2]) Рожь могла быть заменена пшеницей в определенном НКП отношении.

шения цены облигации к хлебным ценам в данном районе и в данный момент: до середины июля, т. е. до урожая, пока цены стояли высокие, заем шел хорошо, затем в июле и в августе, под влиянием хорошего урожая и падения хлебных цен, курс займа упал, реализация почти прекратилась, а усиленная продажа облигаций рабочими и служащими, получившими их в счет жалованья и зарплаты, повела к еще большему понижению курса. Но с осени началось повышение цен и быстрая реализация, главным образом, вызванная тем, что облигации займа принимались в уплату по продналогу, и крестьянство широко воспользовалось этим правом: в уплату налогов поступило по 9 января 1923 г. 6,24 милл. п. и пред'явлено к оплате по 29 января всего 1,758 м. пуд. Таким образом, казне пришлось погашать натурой лишь незначительную часть займа; заем послужил средством освобождения крестьянства от стеснительной натуральной формы обложения.

Успех первого займа побудил выпустить в 1923 г. (декрет 22 марта) 2-й хлебный заем уже на 100 м. пудов; заем погашался с 1-го ноября 1923 г. по 1-е марта 1924 г. При установлении условий займа были учтены и исправлены недочеты первого: подписной курс облигаций был установлен подвижный, изменявшийся в зависимости от колебаний хлебных цен, чем предупреждены были перебои в реализации. Стоимость облигаций различалась по 3 районам в зависимости от средних цен хлеба, чем достигалась более равномерная реализация и сокращалась возможность спекуляции.

Заем тоже был размещен почти полностью и в еще бо́льшей мере послужил средством уплаты натурналога.

Последний натуральный заем — сахарный — был выпущен, согласно декрета от 15 ноября 1923 г., на один миллион пудов рафинада беспроцентными „облигациями“ в 10 фунт., 1 пуд и 25 пудов на пред'явителя, свободными от всяких налогов. С 1 февраля 1924 г. начиналось его погашение — в течение трех месяцев натурой, а затем — до сентября — по рыночной цене сахара. Таким образом, сахарный заем не только „валютировался“ в весовых единицах товара, как западные натуральные займы, но и погашался в натуре по крайней мере в течение трех месяцев.

На рынке был острый недостаток сахара. Казалось, должен был быть спрос на них, тем более, что крупным подписчикам-торговцам делалась скидка на цене. Тем не менее, заем не имел успеха, и значительная часть облигаций осталась в портфелях НКФ и Госбанка [1]). Заем был беспроцентный, и выручка покрыла (с маленьким избытком) все расходы, но только потому, что отмена акциза на рафинад понизила „заготовительную" цену сравнительно с ценами на сахар, установленными в момент реализации займа.

После сахарного займа к натуральным формам больше не прибегали: роль их была сыграна. Они представляли собой весьма краткосрочные формы кредита, а хлебные займы послужили в значительной мере антиципацией продналога и натурналога и в этом отношении были предшественниками крестьянского займа 1924 года.

„Выигрышные (принудительные) займы". Одновременно с натуральными займами появился и первый денежный — на гораздо бо́льшую сумму и на бо́льший срок.

6%-й золотой выигрышный заем 1922 г. [2]) был выпущен на 100 милл. рублей в золотой валюте, сроком на 10 лет; по нынешним русским условиям такой заем признается долгосрочным. Тираж выигрышей производится в течение первых пяти лет дважды в год, а с 1928 г. по 1930 — раз в год, и сумма выигрышей составляет до 1927 г. 800 тыс., а с 1928 г. по 1930 г.—700 тыс. на тираж [3]). Выигрыши распределяются следующим образом: 1 в 100 тыс., 1 в 50 тыс., 2 по 25 тыс., 5 по 10 тыс., 10 по 5 тыс., 50 по 1 тыс., 100 по 500 рублей, 1000 по 100 рублей, 2000 по 50 рублей и 10.000 по 20 рублей (с 1928 г. 5.000 — по 20 рублей). Принимая во внимание, что цена облигации (5 рублей) в 20 раз ниже цены билетов прежних выигрышных займов, величина главных выигрышей относительно гораздо выше прежней: выигрыши в 100 тыс. на 5-ти рублевую облигацию должны еще сильнее „действовать на воображение", да и

[1]) Вульф. Государственный кредит СССР. 1926, стр. 68.

[2]) „Государственный внутренний долгосрочный с выигрышами заем вып. 1922 г.". Декрет 31 октября 1921 г.

[3]) Пост. ЦИК СССР от 21/V—27 г. на время с 1928 по 1930 г. увеличено количество тиражей выигрышей с одного до двух в год, а в 1931 и 1932 г.г. установлено по два тиража выигрышей ежегодно. Общая сумма, подлежащая розыгрышу в каждый тираж, установлена в 800 т. р.

общая сумма выигрышей больше прежней. Эмиссионный курс был установлен в 95 за 100 (правда, вскоре повышен до 100). Заем свободен от налогов; облигации принимаются в залог по казенным подрядам и поставкам и государственными кредитными учреждениями по ссудам.

Несмотря на эти условия, доводящие реальный процент по займу до 7,6—7,8%, несмотря на широко поставленную и немало стоившую агитацию, потребовавшую усиленной деятельности финорганов, заем потерпел неудачу: добровольная подписка дала за 8 месяцев менее 12 м. рублей, безденежные выдачи облигаций в счет сметных кредитов по бюджету — 21,44 м. и выдачи в ссуды государственной промышленности — 7,8 м., всего 41,2 м. рублей [1]).

Этот неуспех был понятен: в 1922 году еще почти отсутствовали предпосылки государственного кредита — достаточное капиталонакопление, денежный рынок, биржевой и банковый аппараты. Правда, выпуск займа в золотой валюте, обеспечивая кредиторов от обесценения рубля, казалось, должен был служить достаточной приманкой: гарантия курса привлекала ведь вклады в сберегательные кассы. Но эти вклады можно было в любой момент взять обратно, а заем был долгосрочным; к тому же сумма его была слишком велика для тогдашнего „рынка капиталов"; у держателей не было еще уверенности в прочности новой экономической и финансовой политики, а процент был совершенно недостаточен: повидимому, даже учитывая потерю на обесценении рубля, частный ссудный процент был на много выгоднее, гарантия валюты не компенсировала разницы, а к выигрышам публика, повидимому, была равнодушна, и широко поставленная агитация не помогла.

Тогда пришлось превратить заем в принудительный: с июля 1923 г. стали выдавать облигации в счет открытых кредитов, затем в счет зарплаты; „консорциум" (государственных) банков взялся за распространение займа среди хозорганов, декретами от 4-го и 18-го сентября установлена была обязательная выборка облигаций по определенным нормам плательщиками высших разрядов подоходно-поимущественного и промыслового налогов, выдача обли-

[1]) Обзор работы НКФ за 1922—23 г.

гациями 15% сумм, причитавшихся поставщикам и подрядчикам государственных, коммунальных и кооперативных учреждений, 15 — 20% вознаграждения комиссионеров; кроме того, СТО утвердил установленные ВЦСПС нормы „коллективной подписки“ рабочих и служащих при выдаче им зарплаты. Эта последняя мера, проведенная в порядке профессиональной дисциплины, а затем административного распоряжения, привела к массовым залогам облигаций в Госбанке или к выбрасыванию их на рынке по цене даже ниже залоговой; заем рассматривался массой рабочих и служащих, как дополнительное обложение; любопытно, что о возможности выигрыша громадное большинство и не думало: заложат облигации и забудут о них.

Для государства выгоднее было, пожалуй, установить временный налог в размере $^2/_5$ (5 р. — 3 р.) тех сумм, на которые оно заставляло брать облигации выигрышного займа. При таких условиях выигрыши были совершенно бесполезны: выигрышные займы имеют свое оправдание там, где они служат для населения, привыкшего к ним, приманкой и позволяют соответственно понизить процент; но приучать к ним не стоит, а в качестве принудительных они совсем уже теряют raison d'être. С января 1924 г. принудительное размещение займа среди рабочих и служащих было отменено. Всего таким путем была реализована половина суммы займа, прочие принудительные способы размещения составили более $^1/_5$ и всего только 16% были реализованы в порядке добровольной подписки (тоже большей частью среди трудового населения).

Кроме перечисленных займов в течение первых двух лет появились и две формы текущих долгов: по декрету от 7 февраля 1923 г. были выпущены в целях „авансирования расчетов (?) по обязательствам государства“ платежные обязательства центральной кассы НКФ; выпускались они сначала на три месяца в золотой валюте по курсу фондовой биржи с учетом; месячный учетный процент был в 23-м году довольно высок — 17,24% за месяц до срока и 26,12% за 2 месяца; более низкий процент для обязательств за 2 месяца до срока по сравнению с более краткосрочными, противоречащий обычному соотношению, об'ясняется тем, что при оплате обязательств

совзнаками по официальному курсу держатели, приобретая на них червонцы на следующий день, несли потерю на курсе, и эта единовременная потеря прибавлялась к учетному %. Чем длиннее был срок обязательств, тем меньшей долей эта прибавка падала на ежемесячный % [1]. К 1 марта 1924 г. сумма размещенных обязательств достигла уже 92 м.: госпредприятия и учреждения охотно помещали в них свои свободные средства.

Другой формой текущего долга были „транспортные сертификаты“: выпущенные сначала (26 июня 23 г.) для нужд НКПС, как долговые обязательства данного ведомства, они вскоре превратились в общее средство покрытия дефицита и благодаря беспроцентности и мелкой купюре стали исполнять, наряду с червонцами, роль денежного знака ($^1/_2$ червонца). Их было выпущено на 24 м. р.; 1 августа 1924 г. они были из'яты из обращения.

Таковы были формы госкредита до восстановления твердой валюты. Главной приманкой их были гарантия курса, устойчивая ценность, в них находили приют сбережения и свободные средства, бежавшие от катастрофически падавшего совзнака.

Процент по займам не имел никакого почти значения для кредиторов; да и выигрыши, повидимому, мало кого привлекали.

Денежная реформа 1924 года изменила условия госкредита: выгода держателей от обеспечения твердой валюты отпала, и спрос на ценности в золотой валюте ослабел. Приходилось или искать новых приманок в виде повышения доходности облигаций, или расширить принудительное размещение займов.

Государственные предприятия должны были (декрет 7 марта 1924 г.) помещать в облигации гос. займов свои резервные капиталы, но выигрышные займы были мало пригодны для этой цели, так как номинальная стоимость их была гораздо выше действительной рыночной, а послед-

[1]) Это наиболее правильное об'яснение было дано нам Б. Н. Зельдовичем.

няя была неустойчива, и оффициальной котировки ее еще не существовало. Поэтому был выпущен 15 февраля специальный 8%-ный („гарантийный") заем 1924-го года на 100 м. р.; он имел валютную гарантию, процент был выше, чем в выигрышных займах, а эмиссионный курс ниже пари (96) несколько повышал его. Ликвидность—необходимое условие резервных помещений, в виду чего декрет обязывал НКФ к досрочному выкупу облигаций в случае нужды предприятия в средствах. Тем не менее, „гарантийный" заем вызвал сильное сопротивление хозорганов и серьезную критику (см. ниже).

Второй 6%-ый выигрышный заем, выпущенный 16 апреля 1924 г. на 100 м. р., был с самого начала принудительным, так как выигрыши не компенсировали низкого процента. Условия его, однако, отличались от условий первого займа: он выпускался на более краткий срок—5 лет, погашение его начиналось с 1926 года, а с погашением сокращалась сумма займа и увеличивались шансы выигрыша. Число тиражей было увеличено (12 тиражей за четыре года, из которых 4 в первый год) и число выигрышей было очень велико (18.276), чтобы привлечь внимание широкой публики, но зато крупных выигрышей, „поражающих воображение", не было: высшая сумма была 5.000 рублей.

Третьим займом этого периода был 1-й крестьянский выигрышный заем, выпущенный 9 марта 1924 г. на 50 м. р. сроком на $1^3/_4$ года из 5%, но зато по крайне низкому курсу—85 за 100. Впервые государство обращалось за кредитом непосредственно к деревне, к крестьянству, которое и до революции государственных займов не знало, тем более—после революции, когда зажиточное крестьянство почти исчезло, и когда свежо было впечатление от аннулирования прежних долгов. Задача была необычайно трудна, и для преодоления трудностей были затрачены громадные усилия: все силы были мобилизованы для широкого осведомления крестьянства о займе. Крайне низкий эмиссионный курс превращал номинальные 5% в реальные 17,6% и больше, в зависимости от срока подписки и погашения. Реализация займа была особенно значительна в июне (21,3 м.) и сентябре (11,2 м.), в мае всего 6 м., июле—3,5 м., августе 4,8 м.; заем принимался в уплату сельско-хозяйствен-

ного налога и мог, следовательно, быть погашаем осенью же: в сентябре уже погашено было таким путем 7,788 м., в октябре—16 м., в ноябре—8,4 м., в декабре—4,35 м. Следовательно, срок займа, как антиципации с.-х. налога, был в среднем 3—4 месяца, а реальный процент по нему (17,6% за 4 мес.) достигал 50—60% годичных. Другой вопрос, воспользовались ли этой выгодой крестьяне? Повидимому, значительная часть займа попала сначала в руки посредников-спекулянтов (летом, когда крестьяне заняты и не располагают деньгами) и обогатила их вместо конечных дестинаторов. Таким образом, единственный добровольный заем этой переходной эпохи обошелся чрезвычайно дорого казне, уменьшив реальные поступления от с.-х. налога.

В связи с переходом к твердой валюте изменились и условия выпуска обязательств Центрокассы: гарантия курса перестала привлекать держателей (госпредприятия). Поэтому декрет 15 марта 1924 г. установил начисление процентов (6% в год); затем (16 сентября) их срок был удлинен до 6 мес. Но размещение их по номинальному курсу было убыточно для кредиторов до тех пер, пока спрос на рынке не поднял их курса; вскоре оказалось возможным выпускать их по биржевому курсу, и выпуски их стали снова расти.

§ 31. Займы 1925—27 годов.

Правительство сознавало все отрицательные стороны принудительных займов и, как мы видим, только под давлением необходимости и в виду неуспеха добровольной подписки на 1-й выигрышный заем перешло к принудительному размещению его: облигации обоих выигрышных займов лежали в портфеле Госбанка и не выкупались или обращались на рынке по крайне низкому курсу, препятствуя дальнейшим кредитным операциям.

Поэтому в феврале 1925 года был решен переход к добровольным займам. К этому времени твердая валюта успела упрочиться, денежное обращение росло установилась система кредитных учреждений — государственных специальных банков и о-в взаимного кредита, развили операции фондовые биржи.

Правда, облигации старых займов давили на рынок, еще весьма скромный по сумме оборотов и неустойчивый; между государственным денежным рынком, легализованным частным и нелегализованным лежала целая пропасть: процент на последнем достигал 5—10% в месяц, на втором 3% в месяц, в государственных банках он составлял 6—8% в год.

Поэтому решено было пустить сначала лишь „пробный шар“: таковым был „5% краткосрочный заем 1925 г.“, выпущенный на скромную цифру в 10 м. р. сроком на один год; опять, как и в крестьянском займе, эмиссионный курс был установлен весьма низкий—82, что доводило реальный процент до 28%, а если принять во внимание, что процент по купону выплачивался в октябре, то реальный процент составлял около 30%.

Подписка имела успех — сумма займа была покрыта 5 раз, и его разверстали только между мелкими подписчиками (до 500 р.).

В первой половине 1925 г. комиссариат финансов вполне правильно решил дать частному рынку временный отдых; в течение которого облигации прежних займов должны были рассосаться и попасть в „твердые руки“. В этот период получила особенное развитие онкольная операция Госбанка — ссуды под залог облигаций госзаймов значительно облегчили их размещение; фондовые биржи — легальные и нелегальные („американки“)—усиленно заработали. К тому же некоторая депрессия в области частной торговли и промышленности в связи с нажимом на частный капитал усилила спрос на государственные ценные бумаги; спрос повысил их цену, это повышение резко увеличило их рентабельность, а онкольные ссуды еще более усиливали ее. Поэтому 1925-ый год может считаться „золотым годом“ для спекулятивного капитала, „работавшего“ с государственными фондами: он получал от 3 до 5% в месяц, иногда и больше. В 1926 году этот процент стал ослабевать по мере того, как курсы займов стали приближаться к номиналу.

В течение 1925-го года произошла в апреле повторная реализация 1-го крестьянского займа на 38,5 м. р. по курсу 87 и в октябре — выпуск 2-го „крестьянского“ займа (2-го октября) на сумму в 100 милл. и на значительно отли-

чавшихся от первого условиях: он был расчитан на два года, и чтобы побудить к сохранению облигаций в течение этого срока в руках держателя, процент был установлен гораздо более высокий—12%, но зато выпускался он аль пари и, следовательно, досрочное погашение путем уплаты в счет с.-х. налога не могло представлять никакой выгоды. 5% номинальной суммы займа обращались ежегодно на выигрыши, так что государству он обходился в 17% номинальной суммы. Но онкольные ссуды значительно увеличивали рентабельность его для держателей и стоимость его для казны.

Кроме 2-го крестьянского займа, до осени 1926 г. имели место две кредитные операции — 2-й гарантийный 8%-ный заем (4 июня) на 100 м. р., выпущенный на 5 лет, для обязательного размещения резервных капиталов госпредприятий, и „заем хозяйственного восстановления", стоящий особняком в системе кредита.

С осени 1926 года начинается новая полоса в развитии государственного кредита СССР. Государство пред'являет к нему быстро возрастающие требования в связи с индустриализацией страны. Миллиардные средства, необходимые для этой цели, не могут быть получены при нынешних международных отношениях извне—их приходится искать внутри страны; обыкновенный бюджет и налоговая система чрезвычайно напряжены, да и нерационально делать производительные затраты из обыкновенных доходных источников, если есть возможность производства их за счет займов. А такие возможности, несомненно, увеличились: в стране за последние годы происходит в небольших, правда, размерах капиталонакопление.

Первым из займов 1926/27 бюджетного года был беспроцентный выигрышный заем, выпущенный по декрету от 3 сентября 1926 г. на 30 м. р. сроком на 5 лет в облигациях достоинством в 100 р.: облигации делятся на 4 равные части, дающие каждая право на $^1/_4$ выигрыша. За 5 лет будет произведено 20 тиражей выигрышей (по 4 в год), которые являются вместе с тем и тиражами погашения. Выигравшая облигация погашается, и ее номинальная стоимость входит в состав выплачиваемого выигрыша.

Сумма „выигрышей“ возрастает от 1.479.000 в 1926/27 г. до 2.879.000 в 1930/31 г.; если вычесть из этих сумм стоимость погашаемых облигаций, то остается на выигрыши 579 тыс. в тираж или 2.316 тыс. в год, причем эта сумма остается неизменной, между тем как сумма займа сокращается. Стоимость займа для правительства определяется в среднем в 14,35%; шансы выигрыша возрастают по мере погашения, что вызывает рост курса облигаций. Подписка на заем прошла с успехом, и хотя некоторая часть спроса была со стороны спекулятивного капитала, расчитывавшего на рост курса, но значительная доля попала в твердые руки обывателей, прельщенных шансами выигрыша. Успех беспроцентного выигрышного займа, в который не могли быть помещены основные сбережения населения, показал, что в стране есть уже некоторое капиталонакопление, и что можно расширить масштаб кредитных операций.

В феврале 1927 года вернулись к форме процентного выигрышного займа: декретом от 4 февраля выпущен на 100 м. руб. 10%-ный заем сроком на 8 лет по курсу 96 в облигациях достоинством в 25 рублей, разделенные на 5 частей каждая (с правом на $^1/_5$ выигрыша). В течение 8 лет будет произведено 30 тиражей выигрышей, причем число и сумма выигрышей, начиная с 17-го тиража, уменьшается (с 4.000 выигрышей на 700 т. р. в каждом из первых 16 тиражей до 1.596 выигрышей на 280 т. р. в последних пяти). Выигравшие облигации погашаются, а погашение остальных будет произведено путем пяти ежегодных тиражей с 1931 по 1935 год. Выигрыши начинаются с 50 тыс. р. и кончаются 100-рублевыми. Эмиссия займа сопровождалась, как и прежние, широко поставленной информацией и агитацией; был дан длинный срок оплаты облигаций; особые льготы были предоставлены для коллективной подписки рабочих и служащих: оплата ими облигаций рассрочена вместо 4 на 6 месяцев, и взимание наросших процентов не производится. Все эти меры привели к несомненному успеху займа, заключавшемуся не в том, что он был очень быстро реализован, а в том, что главная масса облигаций сразу попала в твердые руки.

Удачный результат последнего займа придал смелости комиссариату финансов; с другой стороны, осложнившиеся

международные отношения и ослабление надежд на внешний кредит побуждали к расширению внутреннего кредита для финансирования промышленности. Поэтому декретом от 1 июня 1927 г. постановлено выпустить 12%-ный заем на 200 м. р. сроком на 10 лет в облигациях достоинством в 50, 100, 500 и 5000 р.; в дальнейшем выпущены были даже облигации в 50 и в 500 тыс. р. Заем расчитан, главным образом, на распространение среди хозорганов и общественных организаций, отчасти на частный капитал — отсюда крупные купюры облигаций. Оплата процентов происходит дважды в год, начиная с 1 декабря 1927 г., а погашение начинается через $5^1/_2$ лет со дня выпуска, т.-е. с 1 декабря 1932 года, и производится каждые 6 месяцев путем тиражей сериями (от 15 серий в 1-м тираже до 27 серий в последнем), всего 10 тиражей. Эмиссионный курс установлен в 98 р. за 100-рублевую облигацию с начислением наросших с 1 июня процентов; 1 октября 1927 заем вводится в котировку и будет реализоваться по биржевому курсу. Органами размещения займа являются учреждения НКФ, всесоюзные и республиканские банки, местные кредитные учреждения и самостоятельные сберегательные кассы; валютное управление заключает договоры с центральными банками, а местные финорганы — с местными кредитными учреждениями и с сберегательными кассами.

Описанный заем — первый чисто-процентный, не выигрышный заем, выпускаемый по курсу, приближающемуся к паритету. Комиссариат финансов вполне правильно мотивирует его необходимость в циркуляре от 6 августа 1927 г.: доходность обращающихся в настоящее время на рынке займов, „в той части, которая выплачивается в выигрышах, является случайной и неопределенной по своим размерам. Эти займы неудобны не только для организаций, но и для частных лиц, ищущих такой формы помещения своих средств, которая обеспечивала бы совершенно твердый гарантированный доход, не зависящий от случайного выигрыша“. Делая этот первый опыт чисто-процентного займа, к-т финансов „может считать его размещение среди хозорганов вполне обеспеченным“. Что касается частного капитала, то для его привлечения следовало повысить процент до 14—15%, так как нынешняя доходность вряд ли „вполне соответ-

ствует рыночной кон'юнктуре", и потому мы тоже думаем, что „размещение его на частном рынке не даст большого количественного эффекта".

Наряду с 12%-ным займом выпускается третий 8%-ный заем (гарантийный) на 200 м. р., на сумму, вдвое превышающую предыдущие 8%-ные займы. Не слишком-ли напрягаются оборотные средства и резервы государственных предприятий?

Два последних займа расчитаны на массового держателя: 3-й крестьянский и заем индустриализации. Крестьянский заем выпускается по декрету от 1 апреля 1927 г. на сумму 25 м. р. купюрами в 5 и 10 р. сроком на три года. От отличается от 2-го крест. займа тем, что твердый процент значительно понижен и центр тяжести перенесен снова на выигрыши: по купонам выплачивается 6%, но зато каждый год производится дважды тираж выигрышей — 1 в 5.000 р., 10 по 2.000 р., 50 по 1.000 р., 100 по 500 р. и понижающееся со 175 тыс. до 75 тыс. число десятирублевых выигрышей, всего за три года на 8,25 м. р. Таким образом, на выигрыши назначается сумма, равная в среднем 11% номинала займа (в 1-й год 15%, во 2-й 11%, в 3-й 7%); казне заем обходится в среднем 17% в год. Тем не менее, предполагая разместить заем (в отличие от 2-го) исключительно в деревне, к-т финансов ограничился небольшой суммой в 25 м. р. Облигации займа принимаются в уплату с.-х. налога, в платежи по окладному страхованию и в погашение семенных ссуд и недоимок, и притом по нарицательной цене. Им присвоены и прочие льготы — освобождение от налогов, прием в залог по подрядам.

Признавая неудовлетворительным прежний порядок размещения займов через контрагентов („для которых работа по размещению была случайной"), к-т финансов решил привлечь к реализации 3-го займа учреждения сельско-хозяйственного кредита с ЦСХ-банком во главе, значительно заинтересовав их в успешном размещении: они получают 3% комиссионного вознаграждения с номинальной суммы проданных облигаций, из коих 1% достается ЦСХ-банку, республиканскими с.-х. банкам и с.-х. обществам, а 2% непосредственно производящим реализацию учреждениям и их сотрудникам; затем, 10% номинальной суммы проданных

с.-х. кредитными товариществами облигаций отчисляются в виде беспроцентного вклада в их основные капиталы; хотя реализация производится за наличный расчет, без каких-либо рассрочек, но половину стоимости приобретаемых облигаций разрешается принимать в качестве крестьянских паев (инстр. 4 февр. 1927 г.); наконец, общества с.-х. кредита могут продавать до 5% взятых на комиссию облигаций в городах кооперативным организациям. Все эти льготы значительно сокращают финансовый эффект займа, но несомненно, что мысль о реализации его через посредство сети близких к крестьянству с.-х. кредитных учреждений вполне правильна, и нужно думать, что скромную сумму в 25 м. р. удастся разместить без затруднений.

Самый последний заем — „6%-ный выигрышный заем индустриализации народного хозяйства СССР“ выпускается по постан. от 24 августа 1927 г. на 200 м. р. 25-рублевыми облигациями (неделимыми и делимыми на 5 частей) сроком на 10 лет [1]). Выигрыши должны составлять главную приманку займа: будет произведено 38 тиражей выигрышей на сумму в 96 м. р., причем в первых 24 тиражах будет разыграно на 3 м. р. в каждом (1 в 25 тыс., 5 по 10 т., 10 по 5 т., 84 по 1 т., 3.150 по 250 р. и 20.050 по 100 р.), затем число 250 и 100-рублевых выигрышей сокращается, а с ними и общая сумма — до 1,2 м. р. в последих тиражах. Выигравшие облигации погашаются, причем нарицательная сумма и %% выплачиваются помимо выигрыша. Шансы выигрыша почти в три раза выше, чем по 10%-му займу. Погашение займа будет произведено путем пяти тиражей с 1933 по 1937 г. Реализация займа начинается с 1 октября и будет производиться до 15 ноября по курсу 96, а при единовременной оплате всей стоимости облигаций — 95 (23 р. 75 к. за облигацию). Единоличным покупателям предоставлена 4-месячная рассрочка взносов (по 6 р. в месяц), а при коллективной подписке, очень поощряемой, семимесячная. Заем предполагают разместить, главным образом, среди рабочих и служащих, вообще среди мелких держателей. Придавая ему громадное политическое и экономическое значение, как сред-

[1]) См. циркуляр № 708 от 7 сент. 1927 г. и инструкцию НКФ.

ству усилить темп индустриализации, правительство стремится использовать в бо́льшей мере, чем при прежних займах, местные кредитные учреждения и особенно сеть сберегательных касс; они привлекаются в децентрализованном порядке, т.-е. через местные финорганы, так как централизованный порядок реализации 10%-ного займа через сберкассы оказался нецелесообразным. Местные учреждения и организации, реализующие заем, получают $^1/_2$% комиссионного вознаграждения, а сельские сберкассы — 2%. Для популяризации займа создаются особые „комиссии содействия" губернские и уездные, получающие за организацию коллективной подписки $^1/_4$% собранной суммы (из комиссионного вознаграждения контрагентов). Партийные и профессиональные организации должны всячески содействовать распространению займа, широко развив агитационную работу но без применения каких-либо, прямых или косвенных, мер принуждения. Вырученная от реализации займа сумма пойдет целиком на индустриализацию страны и составит 40% ассигнований на эту цель по проекту бюджета на 1927/28 г.; 25% займа специально предназначены для Днепростроя.

Итак, в течение полугодия выпускаются четыре займа на полмиллиарда, не считая платежных обязательств Центрокассы: размах кредитных операций увеличился, и они приобрели более постоянный характер.

Обязательства Центрокассы размещаются уже на вольном рынке, а не только в бюджетном порядке, и количество их быстро возрастает. Они составляли на

1 июля 1925 г.	1 янв. 26 г.	1 июля 26 г.	1 янв. 27 г.	1 июля 27 г.
70,68 м.	106 м.	90,3 м.	122,8 м.	

Из предшествующего очерка развития госкредита в Советской России мы видим, что оно шло от натуральных займов к денежным, от принудительных к добровольным; номинальный процент повышается, постепенно приближаясь к реальному, а последний понижается по мере общего понижения уровня % на частном денежном рынке; но все-таки номинальный процент не достиг того уровня, на котором частные сбережения могли бы притекать в государственные займы, вследствие чего добровольные займы выпускались по курсу ниже паритета или с выигрышами.

§ 32. Система государственного кредита СССР и круг держателей государственных займов.

Описанная эволюция не могла создать стройной системы государственного кредита: последняя возможна лишь в условиях установившихся экономических отношений, устойчивого денежного рынка.

Этих условий не имелось налицо: власть нащупывала постепенно ту почву, на которой ей приходилось строить систему госкредита, а эта почва колебалась: изменялась структура народного хозяйства страны, положение частного капитала и круг держателей.

Кредиторами государства являются государственные учреждения и предприятия и частные лица или группы лиц (коллективная подписка); последних нужно разделить на крестьянство и городское население, а среди горожан можно различать: 1) профессионалов-денежных дельцов, 2) торговцев и промышленников, 3) лиц свободных профессий, высших служащих, мелких торговцев, ремесленников, квалифицированных рабочих и 4) прочее трудовое население. Отсюда чрезвычайная пестрота форм госкредита.

Государственные учреждения и предприятия. Кредит, оказываемый ими государству, представляет лишь изменение формы государственных средств, тогда как реализация займов среди частных лиц привлекает в государственное хозяйство новые средства. Главной формой, в которую облекаются кредитные отношения между казначейством и государственными учреждениями и предприятиями, являются у нас платежные обязательства Центрокассы: согласно последнему декрету от 24 мая 1927 г. („Изв.“ 12 июня 1927 г.), они выпускаются на сроки в 3 месяца, 6 месяцев и 1 год достоинством в 100, 250, 500 и 1000 рублей, по ним начисляется 6% в год; обязательства принимаются к оплате в течение трех лет по наступлении срока. Размещение их происходит в бюджетном порядке путем выдачи их кредиторам казны, но постепенно развивается и добровольный спрос на них со стороны хозяйственных организаций, помещающих в них временно свободные средства. В интересах ликвидности помещений отдается предпочтение обязательствам, которым

срок уже наступил и которые можно, следовательно, по всякое время пред'явить к оплате. С. М. Винокур предлагает применить при реализации платежных обязательств систему продажи с торгов (tender system), практикуемую в Англии в отношении treasury bills, с отдачей при разверстке предпочтения предложившим наивысшую цену.

Из 90 милл. обязательств к 1/VII-26 г. 17,7 милл. были в Госбанке, $4^1/_2$ милл. в прочих банках, $8^1/_2$ милл. в Госстрахе и Цустрахе, 21,3 милл. в сберкассах, 5,2 милл. в промышленных предприятиях и 7,2 милл. в прочих госорганах.

В отношении займов государственные кредитные учреждения и, в частности, Госбанк играют крупную роль при подписке и размещении; ссуды под залог облигаций и интервенционные покупки ложились довольно тяжелым бременем на Госбанк. 8%-ные („гарантийные") займы служат специально для размещения резервов госпредприятий, а „заем хозяйственного восстановления" получен отчасти из сумм, лежавших на текущих счетах госпредприятий, но, в большей части, из бюджетных средств. Наконец, 12%-ный заем расчитан на хозорганы и общественные организации.

Остальные займы расчитаны в конечном счете на сбережения или свободные капиталы частных лиц. Каковы же категории населения, на которые может расчитывать государство в своих кредитных операциях? Прежде всего следует остановиться на сравнительной роли города и деревни.

Госкредит в деревне. Крестьянские займы. Крестьянство составляет главную массу населения СССР, и, как ни велика его нищета, как ни тонок, особенно теперь, слой зажиточных крестьян, тем не менее даже ничтожные сбережения отдельных хозяйств могут дать крупные суммы; некоторые экономисты (Студенский) определяют их даже почти в полмиллиарда рублей. Отсюда понятно желание НКФ привлечь часть этих сбережений в сети госкредита, в частности, героические усилия для распространения в деревне специально созданной для нее формы—„крестьянских" займов, к каковым относятся оба хлебных займа и три денежных. Однако, эти попытки встречают серьезные возражения в литературе со стороны весьма компетентных

и авторитетных теоретиков и практиков (в том числе проф. М. И. Боголепова).

Мы думаем, что в настоящее время нет оснований вообще для привлечения крестьянских сбережений в займы: если бы даже исчисления Студенского были правильны, эти сотни миллионов сбережений распыляются между десятками миллионов хозяйств; к тому же они находят себе применение гораздо более важное и нужное для народного хозяйства, чем даже помещение в госзаймы: они обращаются на восстановление истощенного за предшествующие годы крестьянского хозяйства—на замену износившихся орудий, на пополнение сильно сократившегося живого инвентаря, на постройку хат для прироста населения и т. д. Крестьян (непьющих) не приходится „приучать" к сбережениям: они во всех странах — самая бережливая часть населения. Если у крестьянина оказываются временно свободные средства, то их целесообразнее всего отнести в с.-х. ссудо-сберегательное товарищество или в сберегательную кассу, откуда он может во всякое время взять их обратно. Ничтожный процент, уплачиваемый до сих пор сберкассами, об'ясняет (наряду с недостаточностью сбережений) слабое развитие вкладов в деревне: удивительно было бы скорее, если бы находились крестьяне столь несообразительные, чтобы помещать в них столь „дорогие" в деревне деньги; не стоило при таком проценте и открывать касс, заведомо обреченных на бездействие. Поэтому обычный довод защитников крестьянских займов, что, мол, сберкассам не удалось собрать вкладов в деревне, весьма мало убедителен: при таком % в займы не попало бы ни одной копейки крестьянских сбережений. Но в дальнейшем постепенно операции сберкасс будут расти, как росли они в дореволюционной России, и часть их средств можно будет привлекать в общие государственные займы [1]). Нет поэтому никакой надобности создавать для них особые „крестьянские" займы. О хлебных займах не стоит теперь спорить; они—дело прошлого; обошлись они казне дорого, но зато облегчили крестьянам уплату нату-

[1]) Во Франции крестьяне, громадное большинство которых весьма мало напоминает „фермеров", составляют главный контингент подписчиков на общие займы, выпускаемые государством.

рального налога; значение их—вне плоскости государственного кредита.

Речь идет о денежных крестьянских займах, появившихся уже после восстановления твердой валюты и денежных налогов. Из этих займов первый обошелся казне чрезвычайно дорого вследствие крайне низкого эмиссионного курса. Выгода кредиторов увеличивалась с сокращением срока займа: чем раньше облигации погашались, тем больше был реальный процент по займу. Средняя продолжительность кредита по первому крестьянскому займу (т. е. срок между покупкой облигации и погашением ее) определяется в 4,8 месяца (для главной массы облигаций 3—4 месяца), что доводит реальный процент до 50% годичных: ни по одному из других займов стоимость казне не достигала такой высоты. Дороговизна займа не отрицается и защитниками его [1]). Она об'ясняется антиципационным характером займа, податным обеспечением, являющимся „необходимым элементом займов, расчитанных на размещение в деревне". „Антиципационные займы являются самой примитивной формой государственного кредита", они обходятся дорого, „в более отдаленном будущем" от них надо будет отказаться (Вульф). Но пока что „крестьянин усвоил взгляд на заем, как на выгодный способ уплаты налога"; все остальное—и процент, и выигрыши—его мало интересует: из 250 тыс., разыгранных в 1-м тираже выигрышей, пред'явлено к оплате только 76,5 тыс. Большая часть выгод досталась не крестьянам, а городским посредникам-спекулянтам, отказ от их услуг удлинил бы еще более реализацию займа (доведя его „стоимость" до 17,6% в 1—2 месяца, или 100—200% годичных). Их посредничество было неизбежно, но эта необходимость кормления за счет казны спекулянтов есть минус займа.

И народно-хозяйственные последствия займа скорее невыгодны: крестьянский заем 24 г. не мог, конечно, „стимулировать реализацию урожая" прошлого года, давно реализованного, а ранняя реализация осенью 24 г. способна была только усилить резкий скачок хлебных цен вниз, вряд ли желательный.

[1]) Вульф. „Крестьянские займы СССР" в сборнике „Проблемы государственного кредита Союза ССР" 1925 г.

Но, может быть, крестьянский заем имел „воспитательное“ значение, „приучив“ крестьян к госзаймам? И эта цель не достигнута, так как крестьяне видели в нем лишь средство уплаты сельхозналога.

Второй, так называемый, „крестьянский“ заем пришлось разместить главным образом в городе. Следовательно, его нельзя и причислять к крестьянским займам. Итак, крестьянские займы представляются нам формой госкредита в финансовом отношении убыточной, а с народнохозяйственной и „воспитательной“ стороны—бесполезной. Нынешний 3-й заем выпущен на небольшую сумму и размещается через посредство наиболее близких к крестьянам с.-х. кредитных учреждений. В таком масштабе (25 м.) операция может рассчитывать на успех.

Городские держатели государственных займов. Глубокие отличия социального строя СССР от капиталистических стран естественно отражаются на размере и характере капиталонакопления, на группировке и удельном весе отдельных категорий кредиторов государства а следовательно, и на размере и формах реализуемых на частном рынке займов.

Капиталонакопление в частном секторе народного хозяйства должно происходить в стране, где земля, крупнейшие отрасли промышленности, транспорт и пр. национализованы, в гораздо меньших размерах, чем в равной ей капиталистической стране, что отчасти компенсируется ростом накопления в рамках государственного хозяйства.

Как и в других странах, в займы поступают „свободные“ капиталы, не находящие себе применения в промышленности, и сбережения. Но у нас частный товаропромышленный капитал вообще ничтожен, оборачивается он чрезвычайно быстро и дает очень высокий процент; поэтому, как правило, он, казалось, не мог бы быть источником государственного кредита. В действительности, однако, он отчасти направляется и в госзаймы: происходит это в связи с „нажимом“ на частный капитал, со стремлением советской власти с'ужать сферу его деятельности, развивая за его счет государственные и кооперативные пред-

приятия. Происходящее в результате указанных тенденций (то несколько ослабевающих, то снова усиливающихся) свертывание частных предприятий освобождает часть капиталов, которые бросаются в фонды или, скорее, в спекуляцию фондами.

Между тем как в капиталистических странах капиталы ищут фондовых помещений в периоды промышленной депрессии, кризиса, низкой кон'юнктуры, у нас это явление мало связано с кон'юнктурой — оно обусловливается социально-политическими мероприятиями.

Эти капиталы присоединяются к средствам небольшого слоя оставшихся представителей чисто-денежного капитала, биржевых профессионалов. С восстановлением фондовых бирж, котировки государственных займов и свободного оборота ими часть бывших биржевиков вышла из подполья. Правительство признало необходимость фондового рынка, оно сократило свою опеку над котировками („превращавшую их в мертвую букву") и пытается перенести центр реального оборота с „американки" на биржу. Однако, пока что биржа играет незначительную роль в фондовом обороте, спрос широкого круга держателей займов не отражается на ней, что, конечно, ненормально [1]). Необходима бо́льшая связь биржи с частным денежным рынком. Как ни узок последний, все-таки он имеется и растет, так как в стране растет сумма сбережений и число „твердых" держателей ценных бумаг.

Сбережения широких масс должны составлять у нас в еще бо́льшей степени, чем в капиталистических странах, фундамент государственного кредита. Если для биржевиков и денежных капиталистов облигации госуд. займов представляют лишь материал для оборота капиталов, то для некоторой части торговцев и промышленников, „уходящих на покой", для ремесленников, лиц свободных профессий, служащих и рабочих облигации служат об'ектом (постоянного или временного) помещения капитала, и чем более постоянный характер приобретает это помещение, тем выгоднее для государства.

[1]) Вульф. „Фондовые биржи и фондовый рынок". „Финансы и нар. хозяйство". 1927 г. № 24.

Сумма сбережений перечисленных категорий населения зависит от разницы между их доходами и потреблением, а эта разница определяется как размерами доходов на душу населения, так и темпом его роста: в двух странах с одинаковым доходом на душу, из которых в одной доход стационарен, а в другой возрос против предшествующего года, во второй накопление будет бо́льшим, чем в первой. Это об'ясняется тем, что уровень удовлетворения потребностей—standard of life — обладает известной инерцией, уровень дохода определяет привычный бюджет получателя, и увеличение дохода сказывается на потреблении лишь с течением времени.

Как ни малы у нас оклады служащих, литературные, врачебные гонорары и прочие доходы по сравнению с западными странами, но в течение последних лет они возростали, и в некоторых ведомствах и хозяйственных организациях довольно быстро, в связи с общим ростом производства и государственного бюджета. Этот рост доходов явился благоприятным фактором для госкредита: прирост заработка скоплялся на текущих счетах в обществах взаимного кредита и банках или направлялся в займы. С ростом городов и индустриализацией страны указанный источник государственного кредита должен и в дальнейшем возрастать, хотя проводимый ныне режим экономии (сокращение штатов, приостановка повышений зарплаты) и задержка в росте промышленности (в связи с достижением предела использования довоенного основного капитала предприятий) заставляют предполагать в предстоящем году некоторое замедление роста сбережений. С другой стороны, выигрыши оказывают постепенно свое притягательное влияние на обывательскую психологию. Затем масса низших служащих и неквалифицированных рабочих привлекается в возрастающей степени к коллективной подписке: тут действует отчасти косвенное понуждение со стороны партийных и профессиональных организаций, месткомов и пр. Таким образом, даже наименее обеспеченные слои городского населения участвуют в размещении государственных займов, как косвенно — через сберегательные кассы, так и непосредственно—в форме коллективной подписки. Перечисленные категории держателей, ищущих

в займах помещения капитала, а не временного барыша на курсовой разнице, составляют ядро кредиторов государства: в расчете на них нужно планировать формы кредита, их психологию и интересы нужно учитывать при определении условий займов и методов эмиссии.

Определить размеры частных средств, помещенных в государственные займы, очень трудно. Е. Фашинский [1]) пытается исчислить их нынешние размеры и движение с начала 1925 г. по май 1926 г.г., учтя портфель ценных бумаг в различных учреждениях и определяя на основании ряда коэффициентов соотношение между остальной частью долга, размещенной в неучтенных государственных учреждениях и предприятиях и среди частных лиц и предприятий; взяв средне-арифметическую из этих коэффициентов, он получает цифру ценных бумаг, принадлежащих частным лицам, в 146,5 милл. (а оценив их по курсовой стоимости и вычтя задолженность по ссудам, в 109,3 милл.) на 1-е января 1926 г. В начале 1925 года эта сумма составляла, по его исчислениям, 133,7 милл. номинальных (по курсовой стоимости - 53), затем началось сбрасывание принудительных выигрышных займов, уменьшившее номинальную сумму портфеля; но зато курсы займов стали подниматься, что вызвало интерес к ним со стороны частного рынка, начиная с середины 1925 года. Затем, в начале 1926 года фондовые операции снова сокращаются вследствие кредитной рестрикции и административного воздействия на фондовый рынок, и происходит отлив частных средств из займов.

§ 33. Условия займов и техника эмиссий.

Процент и курс. Известно, что у нас до сих пор наблюдается „разрыв“ между тремя „секторами“ (модное слово) денежного рынка—государственным, частным урегулированным (о-ва взаимного кредита) и частным неурегулированным: первый питается в значительной мере государственным бюджетом, процент на нем устанавливается государствен-

[1]) Е. Фашинский. „Частный капитал и государственный кредит“ в сборнике „Задачи и перспективы“ стр. 104—120.

ными органами (НКФ, Госбанк) по соображениям общей экономической политики, и уровень его (6—8%) много ниже частного; общества взаимного кредита недавно еще брали 3% и платили по вкладам $2^1/_2$% в месяц, в начале текущего (1927) года — 2%, но отчасти под давлением правительства они понизили процент по текущим счетам до $1^1/_2$, а теперь, под влиянием депрессии на частном рынке и закрытия многих предприятий, солидные общества, в которые продолжают стекаться вклады, предполагают, уже по собственной инициативе, дальнейшее понижение процентов по вкладам и текущим счетам (непрочные общества закрываются). Частный неурегулированный рынок трудно поддается учету и изучению, так как „частный дисконт является полулегальным, если не совсем нелегальным институтом“ [1]). Собранные в Москве и других городах (от обществ взаимного кредита, деятелей банков, бирж и пр.) сведения показывают, что после установления твердой валюты [2]) частный дисконт упал в Москве до 8—12% в месяц в 1924 г. и до 5—10% в 1925 г.; к сентябрю он понизился даже до $3^1/_2$—4%, что об'ясняется некоторой депрессией в торговле, развитием операций обществ взаимного кредита и расширением кредитования частной клиентуры государственными кредитными учреждениями. Но с осени 1925-го года, в связи со сжатием последнего и репрессиями в отношении частного дисконта, замечается снова некоторое повышение %, усилившееся зимой 1925/26 г., под влиянием краха нескольких московских ОВК и спекуляции иностранной валютой. Затем, к концу 1926 г. дисконт снова падает до 4—5%. В Ленинграде дисконт стоял в 1925 г. значительно выше, чем в Москве; высока сравнительно учетная ставка и в ряде других крупных городов (Харьков, Ростов, Одесса). Несомненно, что уровень процента на частном неорганизованном рынке падает; это понижение обусловлено конкурренцией обществ взаимного кредита. В последних тоже происходит понижение процента под влиянием продолжающегося накопления сбережений (вкладов) и сокращающейся (легальной) деятельности частного капитала.

[1]) А. Д. Государственный кредит и частный денежный рынок „Задачи и перспективы“, стр. 23.

[2]) До того % включал страховую премию за обесценение.

Это благоприятное для государственного кредита явление позволяет надеяться на постепенное улучшение условий реализации займов. Рассматривая последние, мы видим крайне пеструю картину: номинальный процент колеблется от 5% (заем 1925 г. и 1-й крестьянский) до 12% (2-й крестьянский и предстоящий в 1927 году), не считая беспроцентного выигрышного 1926 года и натуральных. Реализовать путем добровольной подписки займы из процента в полтора-три раза меньшего, чем минимальный процент по вкладам даже в ОВК, возможно было только при условии низкого эмиссионного курса или выигрышей. И действительно, курс 1-го крестьянского займа был 85, а краткосрочного займа 1925 г.—82.

В гл. 3-й уже приведены теоретические соображения и данные исторического опыта против низкопроцентных займов. Что же побудило комиссариат финансов прибегнуть к ним? Повидимому, стремление заинтересовать в этих займах спекулятивный капитал, который исполняет у нас роль западных банков и банкирских контор, содействуя быстрому размещению займов; другой мотив, выдвигавшийся в пользу их [1]), заключается в том, что высокий номинальный процент подрывает „престиж“ государства. Это последнее соображение кажется нам несколько наивным: для лиц, маломальски разбирающихся в денежных делах, важен не номинальный, а реальный процент (yield), и всякий делец понимает, что 5% заем, выпущенный по курсу 82, убыточнее для государства, выпускающего его, чем 25%-ный заем аль пари; в этих кругах „престижа“ таким займом не усилить, хотя он для них более выгоден. А обывателя, мелкого держателя высокий номинальный процент больше привлекает, чем премия на капитале, пока ему не раз‘яснят всех выгод последней; но, в таком случае, куда денется „престиж“? Выгода для кредитора обратно-пропорциональна „престижу“.

Что касается быстроты реализации с помощью биржи и спекулятивного капитала, то необходимость таковой несколько преувеличивается. Мы видели, что и в Англии раздаются голоса против „эффектных“ (spectacular) займов,

[1]) В прениях в Институте Экономических Исследований в Ленинграде по поводу доклада автора о государственном кредите.

в которых быстрота подписки на огромные суммы покупается крупными уступками банкам и их консорциумам, и в пользу непрерывной продажи облигаций мелкими партиями. Тем более следует стремиться к такой организации у нас. Тогда не потребуется предлагаемых некоторыми лицами специальных займов для рабочих и служащих [1]). Вообще, если не стремиться к „эффектам", то можно будет значительно сократить при реализации займов роль посредников-спекулянтов и усилить непосредственный сбыт облигаций массовому держателю, стремящемуся получить достаточно высокий постоянный доход на свои скромные сбережения. Для этого обывателя, не манипулирующего с онколями и пр., наиболее понятен и привлекателен заем альпари с номинальным %, соответствующим уровню % на организованном частном рынке и рентабельности госзаймов: 14—15% в настоящий момент (1927 год) [2]).

Выигрышные займы. Недостаточность номинального процента по займам восполняется часто вместо низкого эмиссионного курса шансами выигрыша. В Советской России выигрышные займы получили широкое применение: кроме первых двух принудительных займов и крестьянских, мы видим выигрышные займы 26 г. и 27 г., причем заем 26 г.— беспроцентный („лотерейный"); в других займах доля выигрышей в общей „себестоимости" сильно колеблется: в первом— 2 тиража ежегодно по 0,8 м. р. (0,8%) при 6%, во втором—благодаря раннему погашению шансы и доля выигрышей заметно повышается; в 1-м крестьянском выигрыши составляют всего 2 м. р., или 4% с общей суммы займа, во 2-м—5% на выигрыши при 12% по купонам, в 3-м—от 15% до 5% на выигрыши при 6%; в займе 1927 г. — 2—3% на выигрыши при 10% по купонам.

В этой пестрой картине можно отметить тенденцию дифференцировать займы: в одних сокращается роль выигрышей или совсем отказываются от них (12%-ный заем 1927 г.), в других, наоборот, центр тяжести — в выигрышах. Такая дифференциация вполне целесообразна: она

[1]) Против них см. Б. Зельдович. К итогам реализации займа 1927 г. „Финансы и народное хозяйство", 1927 г. № 27, стр. 16.

[2]) Нынешний 12%-ный заем распространяется среди юридических лиц; для привлечения частных средств процент следовало бы повысить.

отвечает различному характеру держателей и разным требованиям с их стороны. Но не следует все-таки увлекаться выигрышными займами: не станем повторять веских доводов, выдвигаемых против них; даже защитники их, как Леруа-Болье, восстают против беспроцентных займов и настаивают на ряде ограничений для выигрышей. К тому же до сих пор держатели мало интересовались выигрышами, а если верно, что выигрыши начинают привлекать рабочих и служащих больше, чем процент, то это—явление отрицательное, свидетельствующее о развивающейся страсти к случайной наживе. Конечно, лучше, чтобы рабочий вложил случайный избыток дохода в облигацию беспроцентного выигрышного займа, чем чтобы он пропил эту сумму, но государственный кредит должен строиться не в расчете на эти случайные избытки, а на сбережения трудового люда „про черный день". Правда, при страховании от безработицы, от болезни и пр. потребность в таких сбережениях „на черный день" уменьшается, но все-таки наше государство пока не настолько богато, чтобы вполне обеспечить трудовое население от превратностей судьбы, и дополнительное обеспечение в форме процентных бумаг следует всячески поощрять. Поэтому и для широкой массы держателей на первом месте должны стоять процентные займы, а не выигрышные.

В распределении выигрышей наблюдались резкие колебания: то вводились крупные выигрыши в 100 тыс. руб. при 5-ти рублевой облигации (1-й заем), то максимум падал до 5 тыс. Практика показывает, что следует сохранять несколько крупных выигрышей, „действующих на воображение", средние — менее нужны, мелких следует давать побольше. Но у нас в крестьянских займах пошли слишком далеко в этом направлении: выплата сотен тысяч мелких выигрышей усложняет и удорожает аппарат по государственным займам.

То же нужно сказать о купюрах облигаций: едва ли было целесообразно, даже в интересах распространения займов в крестьянской среде, вводить рублевые и трехрублевые облигации.

Срок займов пока очень краток: „долгосрочными" считаются займы с восьми или десятилетним сроком; если не

считать первого выигрышного займа 1922 года (принудительного), то мы видим такие займы только теперь в 1927 г. До сих пор займы заключались большей частью на 5—6 лет, крестьянские на 1—2 года (3-й—на три) и заем 1925 г.—на один год. Таким образом, НКФ начинает удлинять сроки. Займы, заключавшиеся до сих пор, причиняли финансовому ведомству больше хлопот, чем приносили дохода: еле успевали разместить заем, как приходилось думать о его погашении.

Государственный кредит Советской России еще страдает недостатками текущих и краткосрочных (неконсолидированных) долгов, причиняющих ныне после войны столько хлопот западным государствам. Пока он составляет одну десятую бюджета, это не страшно, но с ростом его удлинение сроков безусловно необходимо. Тут, однако, возникает то соображение против долгосрочных займов, которое побудило западные государства отказаться от них во время войны—высота % в данное время и надежда на понижение его в ближайшие годы. Выходом из затруднения является американский тип займов с двойным сроком погашения: минимальным, начиная с которого государство имеет право погасить долг, и максимальным, когда оно обязано это сделать. Следовало бы ввести указанную форму в систему государственного кредита СССР.

Из второстепенных условий займов следует отметить освобождение от налогов, распространяемое на все наши займы и на платежные обязательства; эта мера, вообще не рекомендуемая, у нас не представляется столь убыточной для казны, как в странах, где есть много богатых плательщиков подоходного налога, показывающих более или менее правильно свой доход.

Наконец, облигации всех почти займов принимаются в залог по казенным подрядам и поставкам, некоторые из них принимаются и в уплату акцизов и пр.

Большую роль при реализации займов играло широкое кредитование их держателей Госбанком по онкольным счетам: банк выдавал до 70% номинальной стоимости облигаций, а так как взимавшийся им процент (1% в месяц) был значительно ниже прибыли на затраченный капитал, получавшейся покупателем облигации в периоды повы-

шения их курсов, то онкольные ссуды еще более повышали рентабельность займов. Эти ссуды имели целью поднять спрос на сильно упавшие в курсе облигации 1-го выигрышного займа и способствовать их размещению. Теперь, когда указанная цель достигнута, процент по ссудам повышен, они выдаются уже в меньшей доле номинальной стоимости; вообще операция эта, сильно связывавшая средства Госбанка, сокращается.

Рентабельность в настоящее время государственных займов значительно понизилась по сравнению с 1925 и началом 1926 гг. и колеблется между 12—18%.

Техника эмиссий. При описанном разнообразии займов, мелком размере купюр, недостаточной роли фондовых бирж и необходимости „искать" держателя, техника эмиссий представляет большие трудности: Наркомфин пользуется для этой цели услугами своих непосредственных органов, затем Госбанка, сберегательных касс и прочих кредитных учреждений, но ему оказывают содействие также и остальные местные органы управления, а также партийные и профессиональные организации; весь аппарат государственной власти и все общественные организации приводятся в действие при реализации займов. Последнее время задача развития государственного кредита признана особенно важной, ударной. Агитационная работа в периоды реализации достигает особенной интенсивности: многочисленные брошюры, плакаты, газетные статьи напоминают населению о необходимости поддержки государства путем подписки на заем. Но после реализации займов вся эта рекламная деятельность быстро замирает. Нельзя не согласиться с указаниями ряда практиков (Капитановский, Зельдович), что следовало бы, наряду с ударными кампаниями, усилить повседневную работу по популяризации займов, контролю за кредитными учреждениями, проверке хода подписки и проч.

§ 34. Гарантийные займы. Заем хозяйственного восстановления. Перспективы развития гос. кредита.

Несколько в стороне от прочих займов стоят т. наз. „гарантийные" займы и „заем хозяйственного восстановления".

8%-ные займы—золотой заем 1924 г. и заем 1926 г. выпущены на 100 м. каждый, а нынешний — 1927 г. выпущен на 200 м. р. Эти займы имеют специальный источник: в них обязаны помещать свои запасные капиталы государственныа учреждения и предприятия. Только благодаря такому косвенному принуждению к подписке и искусственно создаваемому спросу возможно было размещение займов, выпускаемых из сравнительно низкого %—8% al pari, т. е. с рентабильностью вдвое ниже обычной для других займов. Облигации их не котируются на бирже, и их реальный курс не выявляется. В случае необходимости использования предприятием своих резервных фондов Госбанк должен немедленно реализовать принадлежащие ему облигации. Почти половина находящихся в обращении облигаций состоит в наличности у промышленных трестов.

„Гарантийные" займы вызвали, как выше было указано, недовольство и жалобы со стороны промышленных организаций: они, мол, иммобилизуют необходимые для оборота и расширения предприятий средства, тормозя развитие промышленности; принудительные формы кредита отжили, мол, свой век; займы эти представляют дополнительное обременение промышленности наряду с налогами и отчислениями в казну от чистых прибылей.

Не все приведенные жалобы и возражения против займов могут быть признаны основательными; и прежде всего указания на их принудительный характер: принудительное размещение государств. займов практикуется и практиковалось до войны в других странах, напр., в Германии в отношении резервных капиталов кредитных и страховых акционерных о-в; тем более допустимо такое косвенное принуждение в отношении государственных предприятий. Вопрос только в том, целесообразно-ли распространение этой системы на промышленные предприятия и создание для того особой формы займа?

Проф. А. И. Буковецкий[1]), не отрицая допустимости принудительного размещения займов, энергично возражает против завязывания резервных средств наших промы-

[1]) Доклад в Ленинградском отделении И. Э. И.

шленных трестов, крайне нуждающихся в оборотных средствах и в расширении предприятий; к чему, говорит он, изымание свободных средств в форме кредита, если можно отчислять их от чистых прибылей в зависимости от планового регулирования промышленности? — Нужно заметить, однако, что перераспределение средств между госпредприятиями при помощи займов все-таки отличается от окончательного из'ятия части прибылей в бюджетном порядке.

Но создание специального займа для этой цели, действительно, нецелесообразно: ведь главное условие при размещении резервов — ликвидность, а для этого ценные бумаги, в которые помещаются резервы, должны иметь широкий спрос на денежном рынке, они должны котироваться на бирже. Этому условию 8%-ные займы не удовлетворяют. Было бы поэтому правильнее предоставить госпредприятиям свободу выбора госзаймов при размещении резервов. К тому же 60%—слишком высокая норма для обязательного размещения, чересчур связывающая тресты. Таковы недочеты, которые следовало бы устранить, сохраняя в практике самую систему.

Заем хозяйственного восстановления должен служить для долгосрочного кредитования промышленности и транспорта. Безнадежность внешнего кредита побуждала обращаться к внутреннему, но вклады частных лиц в банках ничтожны и краткосрочны, собственные капиталы и прибыли банков тоже недостаточны. Оставались бюджетные ассигнования и свободные средства государств. учреждений и предприятий, находящиеся на текущих счетах в Госбанке и др. кредитных учреждениях. ВСНХ была выдвинута идея промышленного фонда, который образовался бы из всех свободных средств промышленности и сосредоточивался бы в Промбанке. Вариантом той-же идеи был проект „Акционерного о-ва финансирования промышленности". В противовес этим проектам возник проект займа хозяйственного восстановления, который и был осуществлен: декретом от 14 августа 1925 г. было постановлено выпустить „для содействия быстрейшему восстановлению народного хозяйства" заем на 300 м. р. облигациями по 10 тыс. р. сроком на 5 лет из 10%, реализуемый по номинальной цене и выкупаемый с 1 октября 1926 г.

посредством тиражей — по два в год. Облигации займа должны были приобретаться госуд. кредитными учреждениями за счет накапливающихся в них остатков текущих счетов. Облигации выдавались в ссуду хозорганам и закладывались в Госбанке, который выдавал под них 75% их стоимости. По ссудам уплачивается 8%, а погашение их начинается с 1928 г., т. е. в течение двух лет — с 1926 по 1928 год—хозорганы не платят % по ссудам и не погашают их; неоплаченные проценты капитализуются, увеличивая сумму долга. Отсрочка погашения почти на три года имела целью облегчить хозорганам производство капитальных затрат.

Этот сложный и несколько запутанный порядок долгосрочного финансирования был расчитан на обилие текущих счетов в банках, на свободную реализацию облигаций и пр. Но эти расчеты не оправдались, и реализация займа происходила медленнее, чем предполагалось: за 1925/26 и половину 1926/27 было реализовано всего 250 м. р. Номинальная сумма выдаваемых в ссуду облигаций определялась реальной суммой, необходимой хозоргану; облигации эти „отправлялись прямехонько из кладовой отдела госзаймов в кассы Госбанка"; „большинство хозорганов никогда не видали их в лицо" [1]). Но к чему в таком случае был весь сложный механизм займа, вносивший вдобавок в финансирование промышленности „элемент неопределенности и случайности"?

Необходимо было упростить выдачу ссуд и выразить их в реально получаемых суммах ссуд. Это упрощение и было произведено постан. СТО от 24 сентября 1926 г., которым вся операция реализации займа передана Госбанку; он выдает ссуды деньгами в полной сумме; онкольные счета закрыты, а оставшаяся разница между суммой ссуд и номинальной суммой облигаций (25%) обращена на погашение задолженности промышленности и транспорта Госбанку (постан. СТО 5 января 1927 г.). Уплата процентов по облигациям займа, находящимся в Госбанке, прекращена. Но хозорганы продолжают уплачивать 8% по полученным ссудам.

[1]) Вульф. Заем хозяйств. восстановления. Фин. Газ. от 12 авг. 26 г.

Т. о. они потеряли те выгоды, которые получали от займа, что нарушило расчеты некоторых предприятий, произведших затраты на постройку новых фабрик и заводов.

Поэтому в 1927 году был поставлен вопрос о некотором понижении % — до 6%, обычных для казначейских ссуд, и даже ниже для особо нуждающихся предприятий [1]).

История займа хоз. восстановления показала, что долгосрочное финансирование промышленности пока осуществимо лишь из бюджетных ассигнований, хотя бы и в форме ссуд через посредство кредитных учреждений.

Перспективы развития гос. кредита. Дальнейшее развитие госуд. кредита СССР будет зависеть от роста накопления в государственном хозяйстве и у частных лиц: им определится сумма возможного 1) принудительного размещения облигаций госзаймов среди госорганов, 2) добровольной а) реализации новых займов или б) замены погашаемых займов новыми, 3) устойчивого остатка вкладов сберегательных касс, который можно будет помещать в займы.

Госплан в своих „пятилетних перспективах" определяет [2]) сумму вероятных поступлений от кредитных операций в 1926—31 гг. в 1.250 м. р., исходя из предположения, что они останутся на том же уровне, что и в настоящее время.

С. Кистенев [3]) предполагает принудительную реализацию в размере 584 м., добровольную реализацию в 465 м. новых займов и 222 м. замены погашенных и приобретение в портфель сберкасс в 605 м. р. Первая сумма, зависящая в значительной доле от размаха бюджетных ассигнований на индустриализацию, весьма вероятна, размеры добровольной реализации приняты довольно скромные и, судя по займам текущего 1927 года, будут значительно превзойдены, несмотря на ослабление роста доходов городских жителей; что касается сберегательных касс, рост их вкладов, может быть, будет быстрее предположенного, но вряд ли

[1]) М. Грейденберг. Итоги займа хоз. восстановления и промышленность Вестн. Фин. 1926. № 4.

[2]) Перспективы развертывания нар. хоз. СССР в 1926/27—1930/31 г.г. 1927, гл. XIV.

[3]) С. Кистенев. Пятилетние перспективы г. кр. Вестн. Фин. 1927, № 5.

возможно привлечение в госзаймы всей суммы прилива вкладов и процентов.

Вообще, все эти расчеты слишком гадательны, так как даже экономические предпосылки их быстро изменяются, но еще бо́льшим иксом являются политические условия, обусловленные сложной международной обстановкой.

Литература: „Задачи и перспективы госкредита в СССР". Сборник статей, 1927 г. (разносторонне освещает проблемы госкредита в статьях и снабжен таблицами, дающими богатый материал).— Г. Вульф. Государственный кредит СССР 1926 г. — Проблемы госуд. кредита Союза ССР. 1925 г.

Пасвольский и Моультон. Русские долги и восстановление России, перев. с англ. 1925 г. — Г. Сокольников.

Статьи в „Вестнике Финансов": Ю. Готье. Публичные займы дореволюционной России. 1926 г. № 5 — 6., И. Чубакова: Внутренние и заграничные кредитные операции России. ib.,. С. Кистенева: Заем хозяйственного восстановления 1926 г. № 7. А. Соколова: Проблема организации долгосрочного кредита. № 7. С. Винокура: К вопросу о политике государственного кредита 1926 г. № 8. С. Кистенева: О перспективах кредитных операций 1926 г. № 8. Л. Фашинского: Экономическая природа привлеченных в выигрышный заем средств. 1926 № 12. В. Железнова: Задачи и перспективы гос. кредита — Сводный доклад в И. Э. И. 1927 г. № 4 (доклады Буковецкого, Гензеля, Винокура, Твердохлебова и др.). С. Кистенева: 5-летние перспективы гос. кредита. 1927 г. № 5.

Статьи в журнале „Финансы и народное хозяйство". Брюханова и др. в № 17, посвященные проблемам гос. кредита, Л. Юровского: Настоящее и будущее госуд. займов 1927 г. № 5, А. Шварца: Госкредит и частный капитал. 1927 г. № 3, Г. Вульфа: Фондовые биржи и фондовый рынок. 1926 № 24, С. Кистенева: Пути государственного кредита. 1927 г. № 13, З. Сидлика: Частный капитал, госпредприятия и нов. заем. № 72, Ст. Вульфа в № 39.

Статьи М. Боголепова, Л. Юровского и др. в „Экономической Жизни" и Фашинского в „Эк. Обозр." № 8.

Об'яснительные записки к отчетам НКФ СССР об исполнении бюджета и к проектам единого государственного бюджета (ч. 1).

Перспективы развертывания народного хозяйства СССР на 1926/27 г. — 1930/31 г.г. Материалы центр. комиссии по пятилетнему плану Госплана СССР — 1927 г. глава XIV и критика в „Вестн. Фин." № 7.

Синоптическая таблица государственного кредита СССР.

Наименование займа.	Декрет	Выпускная сумма.	Выпускная цена. (курс).	Процент.	Реальные выгоды держателей.	Выигрыши.	Рентабельность.	Срок.	Купюры.	Формы погашения.	Остаток к 1/III—27 г.
											милл.
1-й Хлебный заем 1922 года	20/V 1922 г.	10 м. п.	95	беспроц.	Гарантия ценности.	—	—	8 мес.	1, 3, 5, 10, 25 и 50 п.	Зачет продналога.	—
6% выигрыш. заем 1922 г.	31/X 1922 г.	100 м. р.	100	6%	Гарантия курса + 6% и + шансы выигрыша.	Тираж на 800 тыс. 13.169 выигр. от 100 тыс. до 20 р.	—	10 лет	5 и 25 р.	Тиражи с 28 по 33.	100
Платежные обязат. Центркасс . . .	7/II 1923 г.	Определ. пост. СТО.	—	—	Гарантия курса.	—	—	6 м. 3 м.	100, 250, 500, 1000.	Выкуп.	148
2-й Хлебный заем 1923 г.	22/III 1923 г.	100 м. п. ржи.	Разница по районам.	беспроц.	„ „	—	—	7—11 мес.	1, 2, 3, 5, 10 пуд.	Натур. деньгами и уплата с.-х. налога.	—
Трансгортн. сертификаты	26/VII 1923 г.	24 м. руб.	—	беспроц.	„ „	—	—	—	5 руб.	Выкуп с 1/II по 1/VIII—1924 г.	—
Сахарн. заем 1923 г.	15/XI 1923 г.	1 м. пуд.	13,25 пуд. 62,5—5 пуд. 287,6—25 п.	беспроц.	Устойчивая ценн.	—	—	4 мес.	10 ф., 1, 5 и 25 пуд.	Выкуп натурой.	—
8% зол. заем 1924 г.	15/II 1924 г.	100 м. руб.	96	8%	Гарант. курса + %.	—	—	6 лет	100 и 1000 р.	Тиражи 4 г. с 1926 г.	70
1-й крестьян. выигр. заем 1924 г. . .	9/III 1924 г.	50 м. руб.	85	5%	Разница на курсе + шансы выигр. + 5%.	8 тиражей на сумму в 2 м. р. от 1000 до 5 руб.	—	1 г. 9 м.	1, 3 и 5 р.	Выкуп с 1/IV по 31/XII—1926 г.	—
Повторн. выпуск .	15/IV 1925 г.	38,5 м. руб.	87	5%	Тоже + 6%.	Тоже.	—	Тот-же	Те-же	Те-же.	-
2-й выигрыш. заем 1924 года	16/IV 1924 г.	100 м. руб.	100	6% —	6% + шансы выигрыша.	12 тиражей на $1^1/_2$ м. ежегодно от 5 тыс. до 50 руб.	—	5 лет	5, 10 и 50 р.	Тиражи 4 года с 1926 года.	50,8
5% внутрен. заем 1925 г.	23/II 1925 г.	10 м. руб.	82	5%	5% + разница на курсе=30%.	—	—	1 год	10, 50 и 100 руб.	Выкуп с 1/IV—1926 г.	—
Заем хозяйств. восстановления . .	14/VIII 19.5 г.	300 м. (?) руб.	100	10%	—	—	—	4,5 года	10.000 руб.	Тиражи с 1/X-1926 г. по 1/IV—1930 г.	—
2-й крестьян. заем .	2/X 1925 г.	100 м. руб.	100	12%	12% год + шансы выигрыш.	8 тиражей на 125 т. кажд. от 5 т. до 25 р.	—	2 года	5, 10, 50 р.	Выкуп.	93,6
2-й 8% заем 1926 г.	4/VI 1926 г.	100 м. руб.	100	8%	8%.	—	—	5 лет	50, 100, 500 и 1000 р.	2 т. в год с 1/IX-29 г. по 1/III—32 г.	71,4
Выигр. заем 1926 г.	3/IX 1926 г.	30 м. руб.	96	беспроц.	4% равн. курса + шансы выигрыш.	20 тир. от 1479 т. до 2879 т. от 100 т. до 100 р.	—	Тоже	100 р. : 4.	20 тиражей.	—
10% выигр. заем 1927 г.	4/II 1927 г.	100 м. руб.	96	10%	10%, + разн. курса 4 руб. + шансы выигрыша.	30 тир. от 700 т. до 2800 т. от 50 т. до 100 руб.	—	8 лет	25 р. : 5.	30 тиражей.	—
12% заем 1927 г. .	1/VI 1927 г.	200 м. руб.	98	12%	12% + разн. курса.	—	—	10 лет	50, 100. 500 и 5.000 р.	2 тир. в год с 1932 г.	—
3-й 8% заем . . .	—	200 м. руб.	100	8%	8%	—	—	—	—	—	29,5
3-й крестьянск. заем.	1/IV 1927 г.	25 м. руб.	100	6%	% + выигр.	6 тиражей на сумму 1875—875 тыс. от 5 тыс. до 10 р.	—	3 года	5 р. и 10 р.	—	—
Заем Индустриализации	24/VIII 1927 г.	200 м. р.	96	6%	6% + разн. курса + выигрыши.	38 тир. на 3—1,1 м. р. от 25 тыс. до 100 р.	—	10 лет	25 р.	5 тиражей с 1933 по 1937 г.	—

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие автора 3

Глава I. Понятие, условия и значение кредита.

§ 1. Понятие кредита 5
§ 2. Условия применения кредита 7
§ 3. Война и финансы 11
§ 4. Экономическая роль кредита и интересы отдельных классов населения 17
§ 5. Развитие государственного кредита 21
§ 6. Отношение к государственному кредиту в финансовой литературе 25

Глава II. Виды и формы государственного кредита.

§ 7. Основные категории государственного кредита 29
§ 8. Классификация займов.—Натуральные займы.—Внешние и внутренние займы 31
§ 9. Займы принудительные, патриотические и добровольные . . 33
§ 10. Срочные и бессрочные займы 38
§ 11. Выигрышные займы 41
§ 12. Текущие долги 47

Глава III. Реализация государственных займов.

§ 13. Способы заключения займов 55
§ 14. Техника эмиссии 60
§ 15. Условия займов.—Проценты и эмиссионный курс 63
§ 16. Освобождение облигаций государственных займов от налогов 68
§ 17. Условия, определяющие высоту процента и курса 73

Глава IV. Конверсии и погашение государственных долгов.

§ 18. Понятие, задачи и значение конверсий 78
§ 19. Виды конверсии 82
§ 20. Погашение государственных долгов 86
§ 21. Консолидация, конверсии и погашение после войны 90

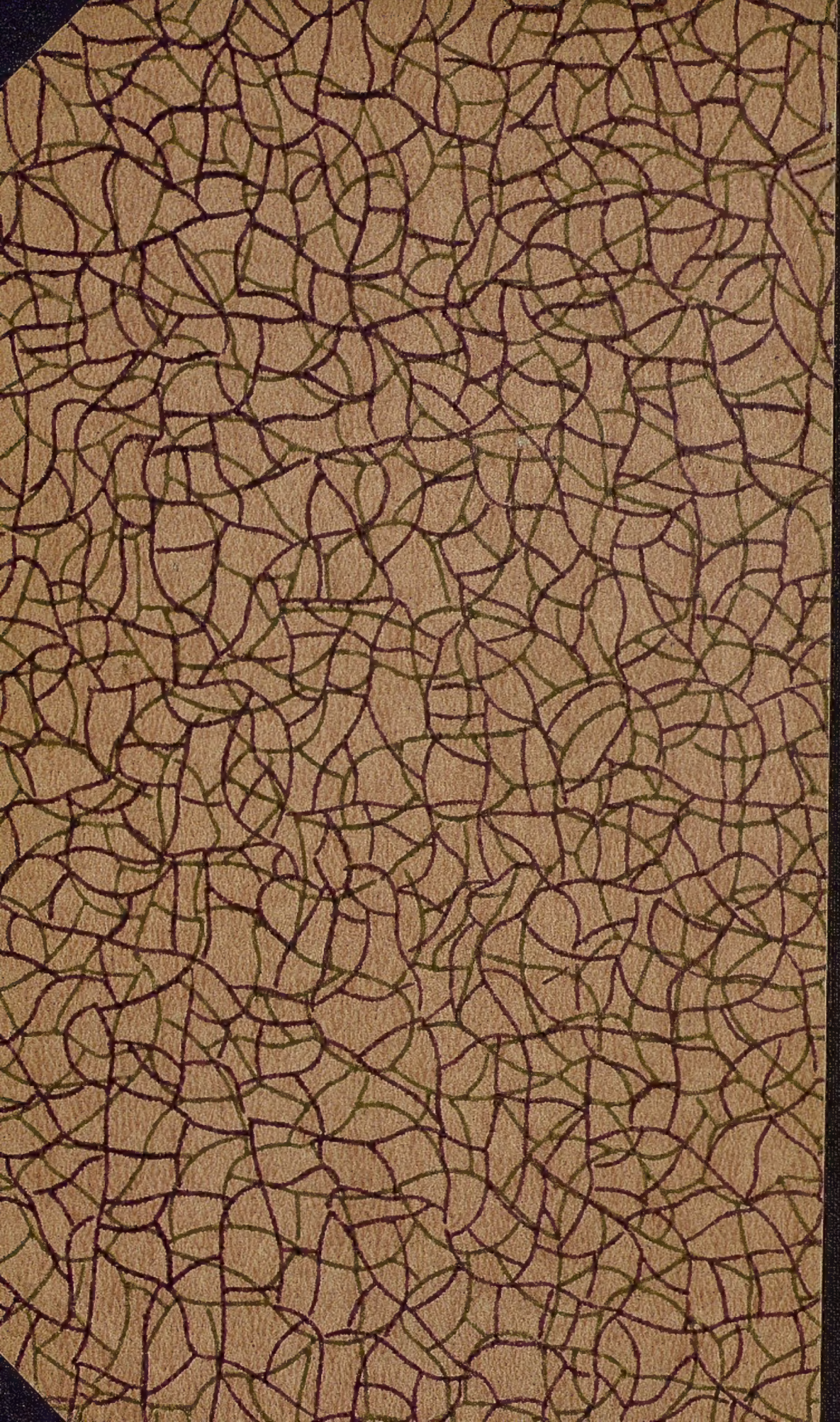
Глава V. Правовые проблемы государственного кредита.

§ 22. Займы, как закон и предмет управления 100
§ 23. Заем, как договорное обязательство 102
§ 24. Нарушение прав кредиторов.—Банкротство и его виды . . 104
§ 25. Меры против нарушения обязательств 106
§ 26. Международный финансовый контроль 110
§ 27. Разверстка государственных долгов 112
§ 28. Междусоюзнические долги 116

Глава VI. Государственный кредит СССР.

§ 29. Развитие государственного кредита в России.—Дореволюционные долги России и их аннулирование 124
§ 30. Восстановление кредита.—Период до 1925 г. 129
§ 31. Займы 1925—27 годов 136
§ 32. Система государственного кредита СССР и круг держателей государственных займов 144
§ 33. Условия займов и техника эмиссий 151
§ 34. Гарантийные займы.—Заем хозяйственного восстановления.—Перспективы развития гос. кредита 157
Синоптическая таблица государственного кредита СССР 163

29057

Цена 1 р. 60 к.

ФИНАНСОВОЕ ИЗДАТЕЛЬСТВО НКФ СССР
МОСКВА, Пушечная ул., 10.
ЛЕНИНГРАДСКОЕ ОБЛАСТНОЕ ОТДЕЛЕНИЕ
ЛЕНИНГРАД, кан. Грибоедова, 30/32.